Das Wesen der Deflation.

Mit besonderer Berücksichtigung der englischen und tschechoslowakischen Währungspolitik in den Jahren 1919–1923

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen

Doktorwürde

genehmigt von der philosophischen Fakultät

der

Friedrich-Wilhelms-Universität
zu Berlin

von

Ephraim Berkmann
aus Litauen

Tag der Promotion: 15. Dezember 1926.

Referenten: Prof. Dr. v. Bortkiewicz
Prof. Dr. Herkner

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Gebrüder Hoffmann, Charlottenburg, Schillerstr. 44

Inhalt.

	Seite
Einleitung: Ueber den inneren Tauschwert des Geldes	9
Erstes Kapitel: Das Wesen der Inflation	14
Zweites Kapitel: Die spontane und natürliche Deflation	20
Drittes Kapitel: Repudiation, Devalvation und künstliche Deflation	28
Viertes Kapitel: Die Maßnahmen der künstlichen Deflation	34
Fünftes Kapitel: Die Deflation und der intervalutarische Kurs des Geldes	44
Sechstes Kapitel: Die englischen Währungsverhältnisse nach dem Kriege	51
Siebentes Kapitel: Die tschechoslowakischen Währungsverhältnisse in den Jahren 1919 bis 1923	66

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41544328_0124

Literatur-Verzeichnis.

F. v. Wieser: Theorie der gesellschaftlichenn Wirtschaft. Tübingen 1914.

— Der Geldwert und seine Veränderungen. Schrtften des Vereins der Sozialpolitik. Bd. 132 Leipzig 1910.

E. v. Philippovich: Grundriß der politischen Oekonomie. Bd. 1

A. R. J. Turgot: Betrachtungen über die Bildung und Verteilung des Reichtums. Uebertragen von Dorn. Jena. Fischer 1903.

Knut Wicksell: Geldzins und Güterpreis 1898.

— Vorlesungen über Nationalökonomie. Bd. 2 1922.

L. v. Mises: Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel 2. Aufl. 1924.

— Die geldtheoretische Seite des Stabilisierungsproblems. Schriften des Vereins für Sozialpolitik Bd. 164 1924.

G. F. Knapp: Die staatliche Theorie des Geldes 3. Aufl.

K. Helfferich: Das Geld. 6. Aufl.

W. S. Jevons: Geld und Geldverkehr. Leipzig 1876.

A. Wagner: Sozialökonomische Theorie des Geldes und des Geldwesens. Leipzig 1909.

— Die Geld- und die Kredittheorie der Peelschen Bankakte. Wien 1862.

G. Cassel: Theoretische Sozialökonomie. 1921.

— Das Geldproblem der Welt. 1922.

J. Fischer: Die Kaufkraft des Geldes. Berlin 1916.

K. Menger: Artikel „Geld" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 3. Aufl.

Lotz: Artikel „Geld" im Wörterbuch der Volkswirtschaft 3. Aufl.

G. S. Goschen: Die Theorie der auswärtigen Wechselkurse. Auszug in den „Ausgewählten Lesestücken" herausgegeben von Diehl und Mombert. Bd. 10.

Th. Tooke u. W. Newmarch: Die Geschichte und Bestimmung der Preise 1793—1857. Uebertragen von Dr. Asher 1858

L. v. Bortkiewicz: Der subjektive Geldwert. Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung u. Volkswirtschaft 44. Jg. 1920.

— Neue Schriften über die Natur und die Zukunft des Geldes. Schmollers Jahrb. f. Gesetzgeb., Verwaltung und Volkswirtschaft. 45. Jahrg. 1921.

Geldumlaufs auf das Preisniveau. Schriften des Vereins für Sozialpolitik 1925. Bd. 170.

— Die Ursachen einer potenzierten Wirkung des vermehrten

J. M. Keynes: Ein Tractat über Währungsreform. 1924.

— Die Stabilisierung der europäischen Devisenkurse. „Der Wiederaufbau" der Manchester Guardian Commercial. 1. Nr.

J. Schumpeter: Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. Arch. f. Sozialw. u. Sozialpolitik Bd. 44, 1917/18.

H. Döring: Die Geldtheorien seit Knapp. 2. Aufl. 1922.

H. Withers: Bankers and Credit. London 1924.

E. Cannan: Money, its Connection with Rising and falling Prices. Westminster 1923.

R. Dahlberg: Die Entwertung des Geldes. Berlin 1919.

K. Diehl: Ueber Fragen des Geldwesens und der Valuta während des Krieges und nach dem Kriege. Jena 1918.

M. Wiriath: La spéculation et les troubles monétaires. Paris 1924.

Inflationen: Ihre Entstehung, ihr Verlauf und ihre Heilung. Sonderbeilage des Bankarchivs. 1920.

Pläne und Versuche zur Währungssanierung. Schriften des Vereins für Sozialpolitik 1923. Bd. 165.

R. Kerschagl: Die Geldprobleme von heute. München 1922.

Van Dorp: Die Bestimmungsgründe der intervalutarischen Kurse. Weltwirtschaftliches Archiv. Juli 1919.

S. Falkner: Das Papiergeld der französischen Revolution. Schriften des Vereins für Sozialpolitik. 1924. Bd. 165.

Lewinsky: Deflation, Devalvation und Stabilisierung. Weltwirtschaftl. Arch. Bd. 19. April 1923.

Ch. Rist: La déflation en pratique. Paris 1924.

S. Katzenellenbaum: Die Lehre vom Geld und Kredit (russisch). Jaroslawl 1921.

Mildschuh: Kreditinflation und Geldtheorie. Arch. f. Sozialwissenschaft u. Sozialpolitik Bd. 21.

C. Schaefer: Klassische Valutastabilisierungen und ihre Lehren. Hamburg 1922.

H. Hirschstein: Währung, Wechselkurse und Volkswirtschaft nach dem Kriege. Das Gutachten des englischen Währungsausschusses 1919.

G. E. Bonnet: La politique monétaire anglaise d'après guerre. Paris 1923.
Lehmann: Die Restitution der englischen Goldwährung. Diss. Berlin 1924.
R. Knaus: Die deutsche, englische und französische Kriegsfinanzierung 1923.
R. Will: Die schwebenden Schulden d. europäischen Großmächte.
G. v. Schulze-Gaevernitz: Die engl. Kreditpolitik 1914 bis 1921. 1924.
Alois Rašin: Die Finanz- und Wirtschaftspolitik der Tschechoslowakei. 1923.
Kloth: Tschechoslowakische Währungspolitik. Diss. Berlin.
A. Amonn: Währungsreform in der Tschechoslowakei. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, 1924. Bd. 165.
— Für und Wider eine Erhöhung des Geldwertes. Mitteilungen des Verbandes österr. Bankiers. Nr. 7/8, 1923.
F. Steiner: Notenbankpolitik und staatliche Anleihepolitik in den österr.-ungar. Nachfolgestaaten. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, 1924. Bd. 166.
— Die Währungsgesetzgebung der Successionsstaaten Oesterreich-Ungarns.
A. Williczek: Das tschechoslowakische Bankamt. Der österr. Volkswirt. Nr. 72. 1925.

Zeitschriften:

Volkswirtschaftliche Chronik der Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik.
Der Wirtschaftsdienst.
Economist.
Bankers Magazin.
Quarterly Revew.
Moniteur des Interêts Materiels.
Mitteilungen des Verbandes österr. Bankiers.
Berichte aus den neuen Staaten.
Bulletin mensuel de Statistique, Genève.

Einleitung

Ueber den inneren Tauschwert des Geldes.

In der vorliegenden Arbeit werden Erscheinungen des wirtschaftlichen Lebens untersucht, die nur in einer Geldwirtschaft vorkommen können. Die Geldwirtschaft setzt eine Tauschwirtschaft voraus, d. h. eine Wirtschaft, bei der im Gegensatz zur Naturalwirtschaft, gewisse Güter nicht zum eigenen Gebrauch produziert, sondern gegen andere Güter eingetauscht werden. Mit der Entwicklung der Tauschwirtschaft werden Güter nicht direkt gegen Güter eingetauscht, die zum Verbrauch dienen, sondern gegen ein Gut, auf dessen Verbrauch oder dauernder Besitz es nicht abgesehen ist und welches später wiederum gegen ein Gut, auf das man endgültig abgesehen hat, eingetauscht wird.[1] Dieser Umweg im Tauschprozeß ist natürlich nicht willkürlich gewählt worden. Er ist vielmehr die Voraussetzung einer entwickelten Tauschwirtschaft aus Gründen, auf die wir an dieser Stelle nicht einzugehen brauchen. Dieses Gut, auf dessen Erwerb es nicht endgültig abgesehen ist und das als Tauschmittel figuriert, ist das Geld. Jedes Gut, das als Ware auftritt, d. h. nicht zum eigenen Gebrauch verwendet, sondern zum Austausch gegen andere Güter bestimmt wird, wird verkauft, mit anderen Worten gegen eine gewisse Zahl von Geldeinheiten ausgetauscht. Diese Zahl von Geldeinheiten, gegen die die Ware ausgetauscht wird, ist ihr Preis. Das Geld hat natürlich keinen Preis, wenn man nicht unter dem Preis des Geldes, Mises zufolge,[2] das Güterquantum versteht, das man im Austausch gegen ein bestimmtes Quantum Geld erhält. Im Preise der Güter drückt sich der objektive Tauschwert des Gutes aus. Wir können an dieser Stelle das Problem des eigentlichen Wertes, das Problem seines Wesens und seines Einflusses auf das Zustande-

1. v. Wieser, Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft S. 246.
2. Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel 2. Aufl. S. 78

kommen des objektiven Tauschwertes übergehen. Wir stellen nur fest, daß das Gut auf dem Markte einen objektiven Tauschwert hat, der sich in einer gewissen Geldmenge ausdrückt. Andererseits nennen wir die objektive Geltung der Güter im Tausche, die Möglichkeit, für ein bestimmtes Quantum Geld im Austausch ein bestimmtes Quantum anderer wirtschaftlicher Güter zu erhalten, den objektiven Tauschwert des Geldes. Dieser objektive Tauschwert des Geldes ist das, was man unter seiner Kaufkraft versteht. Er ist keine starre Größe, und man weiß aus Erfahrung, daß man oft in verschiedenen Zeiten ganz verschiedene Güterquantitäten im Austausch gegen ein bestimmtes Quantum Geld erhält. Es entsteht die Frage nach den Gründen, welche die Höhe des objektiven Tauschwertes des Geldes bestimmen. Der Komplex dieser Fragen bildet die dynamische Geldtheorie[3] als Gegenstück zur statischen Geldtheorie, die das Problem untersucht, das Problem des eigentlichen Geldwertes, welche Eigenschaften es zu einem Tauschmittel machen und warum das Geld überhaupt eine Kaufkraft besitzt. Die Methoden zur Untersuchung des Warenwertes und des Geldwertes sind aber prinzipiell grundverschiedener Natur. Beim Geldwert gibt es keinen subjektiven Gebrauchswert, sondern nur einen subjektiven Tauschwert oder besser, sie fallen beide beim Gelde zusammen und führen beide auf seinen objektiven Tauschwert zurück.[4] Der Begriff des objektiven Tauschwertes ist von den späteren Vertretern der subjektiven Werttheorie eingeführt worden, um den Gegensatz zum subjektiven Tauschwert zu unterstreichen. Menger[5] spricht aber auch von dem äußeren Tauschwert des Geldes. Wir können Mill und Cassel[6] zufolge diesen äußeren Tauschwert des Geldes als den reziproken Wert des allgemeinen Preisniveaus betrachten. Insofern sind natürlich die Messungen des äußeren Tauschwertes des Geldes möglich, wenn auch die befriedigende Lösung des Problems recht schwierig ist. Das Problem der Veränderung des Tauschwertes des Geldes ist schon bei Turgot angedeutet[7]: „Tausend verschiedene Ursa-

3. Doering, Die Geldtheorien seit Knapp.
4. Mises S. 74.
5. Art. „Geld" in Handw. d. Staatsw. 3. Aufl.
6. G. Cassel, Theor. Sozialökonomie, 2. Aufl. 1921, S. 395.
7. Turgot, Betrachtungen über die Bildung un Verteilung des Reichtums S. 48.

chen wirken zusammen, um in jedem Augenblick den Wert der verglichenen Güter untereinander oder gegenüber dem Gelde zu bestimmen und unaufhörlich zu verändern. Dieselben Gründe bestimmen und verändern den Wert des Geldes, sei es im Vergleich zum Wert eines jeden einzelnen Gutes, oder im Vergleich zur Gesamtheit der anderen Werte, welche tatsächlich im Verkehr sind. Es würde nicht möglich sein, diese verschiedenen Ursachen auseinander zu setzen und ihre Folgen zu ermitteln, ohne auf sehr ausgedehnte und schwierige Details einzugehen, und ich werde darum von dieser Untersuchung absehen". Menger setzt die Analyse folgendermaßen fort: „das Austausschverhältnis der Güter sind das Ergebnis (die Resultante) von Bestimmungsgründen, welche auf beiden Seiten der Tauschobjekte wirksam sind. Es ist undenkbar, das Austauschverhältnis zweier Güter ausschließlich auf Bestimmungsgründe zurückzuführen, welche nur auf der einen Seite der beiden Tauschobjekte liegen. Dagegen können bestehende Austauschverhältnisse der Güter allerdings durch eine Aenderung von Bestimmungsgründen modifiziert werden, welche lediglich auf einer Seite der Tauschobjekte hervortreten. Die konstituierenden Faktoren der Preisbildung sind in ihrer Gesamtheit niemals, die nur modifizierenden unter Umständen allerdings nur auf der einen Seite der auszutauschenden Güter vorhanden. Das Gesagte gilt auch von den Marktpreisen. Auch die Austauschverhältnisse der Kaufgüter und des Geldes sind stets das Ergebnis von Bestimmungsgründen, welche sowohl auf der Seite der ersteren, als auch auf der Seite des Geldes liegen. Die Schwankungen im Geldpreise der Waren können dagegen im konkreten Falle auch durch eine Aenderung der Bestimmungsgründe der Preisbildung verändert werden, welche entweder nur auf der einen oder auf der anderen Seite der hier in Rede stehenden Verkehrsobjekte — auf der Seite der Kaufgüter oder des Geldes — eintritt. Die wichtige Frage nach der Natur und dem Wesen des Einflusses, welche die Aenderung der auf Seiten des Geldes liegenden Bestimmungsgründe der Preisbildung und des Austauschverhältnisses des Geldes und der Kaufgüter (auf die Marktpreise) ausübt, ist das Problem des sogenannten inneren Tauschwertes des Geldes und seiner Bewegung." Die Mengerschen Begriffe des äußeren und des inneren Tauschwertes des Geldes sind für die Erkenntnis des Geldwesens von großer Bedeutung. Man

muß sich nur darüber im Klaren sein, daß der Begriff des inneren Tauschwertes eine reintheoretische Konstruktion ist. Mit dem Begriff des inneren Tauschwertes umschreibt er nur das Problem des Einflusses, der auf Seiten des Geldes liegenden Bestimmungsgründe der Preisbildung auf die Marktpreise. Es entsteht die Frage, ob dieser Einfluß statistisch erfaßt werden kann oder mit anderen Worten, ob die Bewegungen des inneren Tauschwertes des Geldes gemessen werden können. Es steht zwar vorerst fest, daß nur der äußere Tauschwert des Geldes gemessen werden kann. Es wäre aber nicht undenkbar, worauf Menger hinweist, daß bei gewisser rechnungsmäßiger Zusammenfassung der Preisbewegung einer Vielheit von Kaufgütern die positiven und negativen Einwirkungen der auf Seiten der Kaufgüter liegenden Bestimmungsgründe sich gegeneinander aufheben, so daß der Einfluß dieser Zusammenfassungen uns im Wesentlichen nur die Wirkungen der auf Seiten des Geldes liegenden Bestimmungsgründe offenbaren werden. Die Möglichkeit fußt auf einer Voraussetzung, daß die Zusammenfassung der Preisbewegungen der Kaufgüter die gegenseitige Aufhebung der auf Seiten der Güter gelegenen Bestimmungsgründe gewährleistet. Indeß, sagt Menger mit Recht, ist diese Voraussetzung „so künstlich und so kombiniert, daß selbst die sinnreichsten Methoden der Durchführung dieses Gedankens zu keinem ganz befriedigenden Ergebnis führen könne.“ Außerdem muß darauf hingewiesen werden, daß der Einfluß der Bewegungen des inneren Tauschwertes sich oft nicht unmittelbar nur auf die Preisgestaltung beschränkt, sondern durch die Veränderung der Preisgestaltung Verschiebungen im Realeinkommen der verschiedenen Schichten der Bevölkerung hervorruft, durch deren Einwirkung auf das Maß des Verbrauches, auf die Spartätigkeit und die Kapitalbildung die Marktverhältnisse so beeinflußt werden, daß die Austauschverhältnisse der Marktgüter untereinander starke Veränderungen erleiden. Diese Betrachtungen zwingen uns zu dem Schluß, daß Probleme dieser Art, wie Menger mit Recht unterstreicht, analytischer Natur sind, daß „jedes Urteil über die Bewegung des inneren Tauschwertes des Geldes das Ergebnis einer freien Würdigung der Preisstatistik auf Grund der jeweiligen theoretischen Ansicht und unserer Kenntnis der die

Bewegung der Güterpreise verursachenden Tatsachen und ihres Maßes sein wird.“

Das Problem der Deflation, das die vorliegende Arbeit behandelt, ist ein Problem der Gestaltung des inneren Tauschwertes des Geldes. Entsprechend den oben ausgeführten Betrachtungen kann das Problem der Deflation nur auf Grund einer bestimmten dynamischen Theorie des Geldes gedeutet werden, die in einer plausiblen und restlosen Erklärung der Erscheinungen des Phänomens eine gewisse nachträgliche Rechtfertigung erfährt. Wir glauben, daß die Quantitätstheorie in der Fassung, die ihr Wicksel gegeben hat, uns den Gesichtspunkt liefert, unter welchem die Erscheinungen der Deflation befriedigend gedeutet und erklärt werden können.

Erstes Kapitel:

Das Wesen der Inflation.

I. Lotz[1] definiert die Inflation als eine durch Währungspolitik bewirkte künstliche Preissteigerung, und obwohl diese Definition nicht erschöpfend ist, so verleiht sie doch dem Begriffe gewisse charakteristische Merkmale, die ihn begrenzen und schärfer herausheben. Das Wort „künstlich" in dieser Definition unterstreicht nur, daß die Preissteigerung keine Folge von natürlichen Veränderungen in den Produktions- und Verteilungs-Verhältnissen ist, und der Hinweis auf die Währungspolitik schließt alle diejenigen Fälle aus, bei welchen die Geldentwertung ein Ergebnis des Sinkens des betreffenden Geldstoffes ist (vorausgesetzt, daß dies nicht eine Folge der Währungspolitik ist) Diese Preissteigerung entsteht dadurch, daß auf dem Markte eine Kaufkraft auftaucht, die von keiner Vermehrung des Realeinkommens oder einer Verminderung der bestehenden Kaufkraft begleitet wird. Der Staat deckt sonst seine Ausgaben, indem er die Kaufkraft der Bevölkerung um den Betrag dieser Ausgaben auf dem Wege der Steuererhebung schmälert. Nun kann er aber aus irgend einem Grunde auf die Steuererhebung verzichten, oder (wie es hauptsächlich geschieht) seine Ausgaben steigen derart, daß er sie auf dem Wege der Steuererhebungen aus innerpolitischen, psychologischen Gründen nicht decken kann. Dann bleibt dem Staate die Möglichkeit, entweder diese Summen von der Bevölkerung zu entleihen, oder seine Münzherrnstellung auszunutzen, indem er Geld emittiert, das gesetzliche Kaufkraft besitzt und das eine zuschüssige künstliche Kaufkraft repräsentiert. Die neuzeitliche Organisation des Geldwesens kennt in den meisten Fällen eine Zettelbank, der der Staat das Emissionsrecht und die Verwaltung

1. Art. „Geld" im Wörterb. d. Volkswirtschaft 1911, 3. Aufl.

der Währung überträgt. In diesem Falle entleiht der Staat Banknoten dieser Bank gegen kurzfristige Schatzwechsel. Um diese Prozedur zu ermöglichen, erhält die Bank, falls sie in ihrem Emissionsrecht begrenzt war, das Recht, Banknoten gegen diese Schatzwechsel in Verkehr zu setzen. Diese Emmission von Staats- oder Banknoten auf Grund einer Schatzwechseldeckung ist eine reine Geldschöpfung und wird als Geldinflation bezeichnet. Die Bank kann aber auch die Schatzwechsel an die Bevölkerung weitergeben und zwar so, daß die Bank einen großen Teil des Betrages den Privatzeichnern kreditiert. In diesem Falle erhält der Staat eine Kaufkraft in Gestalt des Girogeldes. Dieses Anwachsen des Kreditgeldes (das nicht ohne Einfluß auf die Bargeldemmission ist) ist eine Geldschöpfung und wird als Kreditinflation bezeichnet.

Der Staat hat also die Möglichkeit, seine Ausgaben auf dreifache Weise zu decken: durch Steuererhebungen, durch Anleiheaufnahmen und durch Bar- und Kreditgeldneuschöpfung. Die Art der Deckung bewirkt eine gewisse Aenderung der Einkommensgestaltung und des inneren Geldwertes. Wieser[2] sagt bei der Untersuchung der Geldwertbestimmungsgründe, daß jede Veränderung des Realeinkommens von einer verhältnismäßigen Aenderung des Geldeinkommens begleitet sein muß. Wobei unter Realeinkommen die gesamte Menge der Konsumwaren zu verstehen ist. Mildschuh[3] macht mit Recht darauf aufmerksam, daß „es wohl keinem Zweifel untersteht, daß auch der Erzeuger eines Kapitalgutes durch Einwurf desselben in den Produktions- und Erwerbsprozeß einen Geldanspruch erwirbt, den er dann wieder entweder zum Einkaufe von Verbrauchsgütern oder anderer Kapitalsgüter verwendet." Und nicht nur ein eben erzeugtes, sondern bereits bestehendes Kapitalgut übt diese Wirkung aus. Allerdings wird vorausgesetzt, daß eine Nachfrage nach solchen Kapitalgütern vorhanden ist. „Aber nicht bloß durch Einwurf bereits bestehender realer Kapitalgüter," setzt Mildschuh fort, „sondern auch durch den Einwurf von Forderungen gegen andere Sub-

2. F. v. Wieser, Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft § 50. „Der Geldwert und seine Veränderung" Schriften des Vereins f. Sozialpolitik. Bd. 132, S. 516 ff.

3. Mildschuh, Kreditinflation und Geldtheorie. Arch. für Sozialw. u. Sozialpol. 51 Bd. S. 738 ff.

jekte und schließlich auch von Forderungen gegen sich selbst (d. i. also durch Schuldaufnahme) kann sich der Staat Einkommen verschaffen.“ Und „schließlich kann sich der Staat Einkommen (Geldansprüche) durch Einwurf von solchen Zahlungsmitteln verschaffen, welche keinen Eigenwert haben.“ Die Entstehung von Geldansprüchen ist in diesem Falle an keine Grenzen gebunden, und die Einwirkung auf den Geldwert ist evident entsprechend dem ersten Satze der oben erwähnten Wieserschen Theorie: „der Geldwert wird von dem Verhältnis bestimmt, das in der Volkswirtschaft zwischen Geldeinkommen und Realeinkommen besteht.“ Wenn sich der Staat die Mittel durch Entleihung von Kapitalbeträgen verschafft, vergrößert sich die Summe der Geldansprüche, vermehrt sich aber auch auf Kosten der realen Kapitalgüter, die sonst produziert worden wären, die Menge der Konsumgüter. Der Geldwert ändert sich noch nicht, es entsteht noch keine Inflation. Wenn nun aber der Staat in den nächsten Jahren auch die Zinsen dieser Anleihen mittels einer neuen Schuldaufnahme deckt, dann entsteht, wie Mildschuh glaubt, eine inflationistische Wirkung; denn das Einkommen der Bevölkerung hat sich um die Beträge der Anleihe vermehrt und nur ein Teil dieser Vermehrung wird wieder kapitalisiert, d. h. in diesem Falle dem Staate entliehen, der größte Teil aber tritt als Kaufkraft auf und wirkt preiserhöhend.

Wir können diesen Gedankengang von Mildschuh nicht billigen und kommen noch auf ihn im zweiten Kapitel der vorliegenden Arbeit zurück. Die inflationistische Wirkung der langfristigen Schuldenlast tritt aber unzweifelhaft dort in Erscheinung, wo die Anleihen bei den Zettelbanken lombardiert werden konnten, was zu einer starken Vermehrung des Banknotenumlaufes führen müßte, wie es z. B. in Deutschland und Oesterreich-Ungarn während des Krieges in großem Umfange stattgefunden hat. Eine spezifische Rolle in dieser Hinsicht spielen die schwebenden Schulden des Staates, die einen kurzfristigen Charakter tragen und dem Staate die Möglichkeit geben eine kreditschöpferische Tätigkeit der Banken zu provozieren. Der Mechanismus dieser Zahlungsmittelschöpfung ist in den einzelnen Ländern ihren Traditionen und Usancen gemäß verschieden. Die ganze Prozedur läuft darauf hinaus, daß die Banken den Privaten diejenigen Mittel

durch Krediterweiterung gewähren, die die Privaten ihrerseits für kürzere Fristen dem Staate zur Verfügung stellen. Die Banken sind imstande es zu tun wegen ihrer Anlehnung an die Zettelbank, die das Recht erhält, auf Grund der kurzfristigen Schatzwechsel Banknoten zu emittieren. Außerdem vermehren sich, den erhöhten Einkommen entsprechend, die Einlagen in den Banken, so daß das Verhältnis zwischen Kasse und Verbindlichkeiten sich bessert. Der englische Währungsausschuß unter Vorsitz von Lord Cunliffe schildert diesen Vorgang für die englischen Verhältnisse folgendermaßen:[4]

„Angenommen z. B., der Staat braucht in einer bestimmten Woche außer den Einnahmen aus Steuern, sowie den Anleihen bei der Bevölkerung und darüber hinaus noch 10 Millionen £. Er wendet sich an die Bank von England wegen eines Vorschusses; diese bringt durch eine Buchung den verlangten Betrag in der gleichen Weise ins Haben der „Staatlichen Einlagen", wie irgend ein anderer Bankier die Rechnung eines Kunden erkennt, wenn er zeitweilige Vorschüsse gewährt. Der Betrag wird dann an Lieferer und andere Gläubiger des Staates ausgezahlt und geht ins „Haben" von ihren Bankiers in den Büchern der Bank von England über, wenn die Schecks abgerechnet werden, — wird mit anderen Worten von „Staatlichen" auf „Andere Einlagen" übertragen; die Wirkung des ganzen Geschäfts ist somit eine Vergrößerung der Kaufkraft in den Händen der Bevölkerung in der Form von Einlagen bei den Aktienbanken um 10 000 000 £ und ein Wachsen der „Kasse bei der Bank von England" der Banken um den gleichen Betrag. Da die Verbindlichkeiten der Banken gegen ihre Einleger und ihre Kassenrücklagen somit um den gleichen Betrag von 10 Mill. £ gewachsen sind, hat sich das Verhältnis von Kasse zu Verbindlichkeiten (das vor dem Kriege üblicherweise etwas unter 20 % war) gebessert; als Ergebnis davon, befinden sich die Banken in der Lage ihren Kunden das vier- und fünffache des ihren Kassenrücklagen hinzugefügten Betrages vorzuschießen oder falls sich nach derartiger Versorgung kein Begehr zeigt, ihre Einlagen um den Unterschied zwischen

4. Hans Hirschstein, Währung, Wechselkurse und Volkswirtschaft nach dem Kriege. Das Gutachten des engl. Währungsausschusses. 1919 S. 25.

der empfangenen Kasse und dem Anteil zu erhöhen, den sie der Vergrößerung ihrer Verbindlichkeiten den Einlegern gegenüber zu halten für nötig erachten. Seit Kriegsausbruch ist in der Hauptsache nach der zweiten Art vorgegangen und der Kassenüberschuß dazu benutzt worden, Schatzwechsel und andere Staatswerte (Governement securities) zu zeichnen. Die ihm so zugeflossenen Mittel hat der Staat wiederum ausgegeben und sie kehrten alsdann in der oben beschriebenen Weise in die Kassenüberschüsse der Banken zurück; dieser Vorgang hat sich viele Male wiederholt, bis jede von der Bank von England ursprünglich vorgeschlossenen 10 Mill. £ neue Einlagen — die neue Kaufkraft darstellen, — in mehrfachem Betrage geschaffen haben".

II. Die oben erwähnte Geld- und Finanzpolitik des Staates wird hervorgerufen durch einen infolge gewisser politischer Konstellationen gewaltig gestiegenen Bedarf des Staates, dem die Volkswirtschaft auf diese oder jene Weise genügen muß. Die Befriedigung dieses Bedarfes wird auf vielfache Weise erreicht: durch Vermehrung der Produktion, durch Verzicht auf erweiterte und sogar einfache Reproduktion des Kapitals, durch Verzehrung vorhandener Vorräte und durch Verminderung des Konsums breiter Bevölkerungsschichten. Wie sich die Verhältnisse in jedem einzelnen Falle gestalten, hängt von den wirtschaftlichen und sozialen Umständen, sowie von der Größe seitens des Staates an die Volkswirtschaft gestellten Ansprüche ab. Es ist sehr interessant festzustellen, daß unter den Bedingungen der kapitalistischen Wirtschaft die Darbringung der oben erwähnten Opfer seitens der Volkswirtschaft, ohne den Gang der volkswirtschaftlichen Maschinerie ins Stocken zu bringen, eine inflationistische Gestaltung der Geldverhältnisse erfordert. Eine künstliche, d. h. nicht dem normalen Wachsen der volkswirtschaftlichen Kräfte entsprechende Produktionssteigerung setzt eine inflationistische Vermehrung des Geldkapitales voraus, und ein Verzicht auf die Reproduktion des Kapitals seitens der Unternehmer ist nur bei einer ziffernmäßigen Verschleierung der Realerträge möglich. Das Sinken des inneren Geldwertes schmälert das reale Einkommen derjenigen Bevölkerungsschichten, deren Einkommen sich in festen und unelastischen Beträgen ausdrückt, in erster Reihe der Rentnerklasse, und ruft überhaupt Verschiebungen in den Einkommensver-

hältnissen hervor, die eine Aenderung der Produktionsrichtung gewährleisten. (Auf diese Weise bedeutet eine Inflation nicht nur eine Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus, sondern auch eine Veränderung der Preisrelationen der Güter untereinander, und diese Tendenz wird allzuoft seitens des Staates durch Unterbindung der freien Preisbildung verstärkt. Die Untersuchung dieser interessanten und komplizierten Vorgänge gehört nicht in diese Arbeit, wir haben diese Vorgänge nur kurz und schematisch gestreift, um die Tatsache im Auge zu behalten, daß eine Abstoppung der Inflation keine Verankerung der sich während ihres Verlaufes herausgebildeten Einkommens- und Produktionsverhältnisse bedeutet, sondern eine Umstellung der Volkswirtschaft auf neue nunmehr sich herausbildende Zustände, eine Umstellung, die entsprechend dem Mechanismus der kapitalistischen Wirtschaftsordnung unter Konjunkturänderungen und Krisenerscheinungen mit all ihren Wirkungen auf den Geldwert vor sich geht.

Zweites Kapitel:

Die spontane und natürliche Deflation.

I. Die Inflation ist eine Erscheinung im volkswirtschaftlichen Leben, bei der das Verhältnis zwischen Preisniveau und Einkommen sich derartig gestaltet, daß die Bevölkerung nicht imstande ist, die ganze Produktion zu absorbieren und auf diese Weise dem Staate einen Teil der Produktion überläßt. In dem Augenblick, wo der Staat diesen Teil für sich nicht mehr in Anspruch zu nehmen gezwungen ist und die Inflation abstoppt, wird das normale Verhältnis zwischen der Preisgestaltung und den Einkommensverhältnissen wieder hergestellt. Eine Geldentwertung, die nicht so weit vorgeschritten ist, daß das Vertrauen in die Währung erschüttert wurde, bedeutet eine erhöhte Rentabilität der Unternehmen und folglich eine Anspannung der volkswirtschaftlichen Kräfte, eine Hochkonjunktur und eine erhöhte Produktionstätigkeit. In diesem Falle bedeutet die Abstoppung der Inflation einen Umschwung in der Konjunktur. Der erschwerte Absatz führt zu Betriebsstockungen, die die nichtwirtschaftlicharbeitenden Betriebe am ehesten zu gewärtigen haben, und diese Depression ruft die entsprechende Preisreduzierungswelle hervor. Wir müssen bei der Betrachtung dieses Falles berücksichtigen, daß die Wirkung der Inflation in den meisten Fällen sich weiter erstreckt, indem der Staat nicht nur die Ueberproduktion beschlagnahmt, sondern einen Teil des normalen volkswirtschaftlichen Ertrages für sich in Anspruch nimmt. Welche Teile des Eenkommens dabei geschmälert werden hängt von den spezifischen ökonomischen und sozialen Verhältnissen in jedem einzelnen Falle ab; allein im Wesen der Geldentwertung liegt es, daß die festen Einkommen der Rentnerklasse sich vermindern, sodaß sie das unumgängliche Opfer einer Inflation wird. Was die übrigeen Teile des Volkseinkommens anbetrifft, so war z. B. die

ältere Nationalökonomie geneigt zu glauben, wie Keynes richtig hervorhebt[1], daß der Arbeitslohn bei einer Geldentwertung eine reale Verminderung erleidet; die Erfahrungen der Kriegsjahre in vielen hochentwickelten Ländern, z. B. England, haben uns das Gegenteil gelehrt. Die Ursachen dieser Erscheinung lagen wahrscheinlich im relativen Mangel an Arbeitskräften, sowie hauptsächlich in der sozialen Widerstandskraft der gutorganisierten Arbeitterklasse. Was das Unternehmereinkommen anbetrifft, (Unternehmer- und Kapitalgewinn), so setzt eigentlich die Hochkonjunktur einer inflationistischen Periode das Steigen dieser Einkommenszweige voraus; aber auch dies ist nicht immer der Fall. Das nominelle Steigen des Unternehmereinkommens (das allerdings unumgänglich ist) bedeutet allzuoft eine reale Verminderung, die privatwirtschaftlich nur deshalb möglich ist, weil die Geldentwertung das wahre Gesicht der Dinge zu verschleiern vermag. Wie sich die Verhältnisse in der Inflation auch gestalten mögen, ob das reale Einkommen der Bevölkerung (von der Rentnerklasse abgesehen) sich vermindert oder nicht, oder ob Verschiebungen in den Einkommenszweigen stattfinden, oder nicht, das charakteristische Merkmal dieser Periode bleibt eine Preisgestaltung, bei der das Einkommen der Bevölkerung nicht die gesamte Produktion zu absorbieren vermag, so daß die Inflation von einer preisreduzierenden, depressionistischen Wirtschaftskonjunktur abgelöst werden muß. Die Art und die spezifischen Eigenschaften dieser Depression hängen u. a. stark von den Verschiebungen in der Einkommengestaltung ab. Ein relatives Steigen des Unternehmereinkommens gegenüber dem Arbeitslohn würde eine Absatzkrise schaffen und das umgekehrte Verhältnis eine Unrentabilität der Unternehmen, die zu schweren Wirtschaftskämpfen führen müßte. Es ist unmöglich, auf deduktiven Wege die einzelnen Komponenten dieses sozialen Phänomens in ihren Neben- und Gegenwirkungen herauszuschälen; wir begnügen uns mit der Andeutung der allgemeinen unvermeidlichen Tendenz der Anpassung der Preisgestaltung an die rückständigen Einkommensverhältnisse. Diese

1. Keynes, Ein Tractat über Währungsreform 1924, S. 26 ff.

Erscheinungen der Erhöhung des Geldwertes auf dem Wege der Konjunkturänderung wurden in der jüngsten publizistischen Literatur unter dem Begriffe der Stabilisierungskrise zusammengefaßt. Mit Rücksicht darauf, daß die nachinflationistische Konjunktur nicht immer die Form einer ausgesprochenen Krise anzunehmen braucht, ferner berücksichtigend die Tatsache, daß diese Konjunktur keine eigentliche Stabilisierung des Geldwertes, sondern seine Erhöhung bedeutet, sind wir geneigt, sie als eine spontane Deflation zu bezeichnen. Gegen den Begriff der Deflation wurde seitens einiger Theoretiker Sturm gelaufen[2]. Es ist wahr, daß dieses Wort formell philologisch keine Berechtigung hat, es verstößt aber nicht gegen das Sprachgefühl und besitzt zweifellos Vorzüge in doppelter Hinsicht. Der Begriff der Deflation umfaßt erstens alle Erscheinungen der Konjunkturgestaltung, sowie die währungspolitischen Maßnahmen, die zu einer Geldwerterhöhung führen und enthält ferner den deutlichen Hinweis, daß der gesamte Komplex ohne eine vorhergehende Inflation undenkbar ist.

Obwohl die spontane Deflation eine unvermeidliche Begleiterscheinung der Abstoppung einer Inflation ist und gewissermaßen die Rückseite dieser Erscheinung darstellt, so ist doch immer die Möglichkeit im Auge zu behalten, daß sie sich nicht immer deutlich und faßbar auszuwirken vermag. Dies hängt in erster Reihe damit zusammen, daß die Abstoppung der Inflation oft nur sehr langsam vor sich geht, und der Staat, wenn er schon nicht mehr gezwungen ist, einen Teil der Produktion für sich in Anspruch zu nehmen, noch eine sehr großzügige Währungspolitik betreiben muß, um die Umstellung der Produktion auf die normalen Verhältnisse zu erleichtern. In diesem Falle wirken zwei diametral entgegengesetzte Kräfte auf die Preisbildung: die preisreduzierenden Tendenzen der spontanen Deflation und die preissteigernden Wirkungen der fortgesetzten Geldschöpfungspolitik. Eine behutsame und vorsichtige Handhabung dieser Politik kann dem Geldwert eine gewisse Stabilität verleihen, in der sich aber auch der Verzicht auf die Wiederherstellung der alten vorinflationistischen Währung offenbart.

Oft ist auch die Preisgestaltung während einer Inflation nicht dem freien Spiele auf dem Markte überlassen, sondern der Staat

2. A. Amonn, Die Währungsreform in der Tschechoslowakei 1924, S. 14. Kurt Singer Art. „Inflation" im Handwörterb. d. Staatswiss, 4. Aufl.

versucht durch schroffe Regelung der Produktion und des Absatzes eine planmäßige Gestaltung der gesamten Wirtschaftsverhältnisse. Das Beispiel der mitteleuropäischen Länder während des letzten Krieges zeigt uns, daß der Staat gezwungen ist, diese Wege dann zu beschreiten, wenn die Ansprüche, die er an die Volkswirtschaft stellt, sehr groß sind und nur auf dem Wege der starken Einschränkung des Konsums der Bevölkerung zu erfüllen sind. Ein Versuch, dies nur mit den Mitteln der Inflation zu erreichen, würde bald die Währung vollkommen zerrütten. Dies dürfte zu einer Lähmung der Produktion und sozialen Unruhen führen, deshalb ist der Staat gezwungen, sich der privatwirtschaftlichen Willkür entgegenzustellen. Das Wesen dieser Zwangswirtschaft (im Hinblick auf das Ziel unserer Untersuchungen) besteht darin, daß ein großer Teil der zusätzlichen Kaufkraft der Bevölkerung die Preisgestaltung nicht beeinflussen kann. Ihre volle preissteigernde Wirkung offenbart sich nur dann, wenn der Staat die Zwangswirtschaft aufhebt und eine Umstellung der Volkswirtschaft auf die normalen Verhältnisse zustande kommt. In diesem Falle erleidet die spontane Deflation eine zeitliche Hinausschiebung; sie kann aber auch in ihren Wirkungen geschwächt werden, falls der Staat während der Hausseperiode die Kaufkraft der Bevölkerung auf dem Wege der künstlichen Deflationsmaßnahmen vorsichtig aber wirksam vermindert.

Einen gewissen Einfluß auf die Gestaltung der spontanen Deflation übt in manchen Fällen die Wechselkursbildung aus. Das Verhältnis zwischen Wechselkursbildung und der Gestaltung des Tauschwertes des Geldes wird unten genauer untersucht, wir wollen vorläufig nur darauf hinweisen, daß es, wie schon vielfach beobachtet wurde, möglich ist, daß der Außenwert des Geldes eine sinkende Tendenz aufweist, die nicht eine Folge der Gestaltung seines Binnenwertes ist. Diese Erscheinung könnte nicht von Dauer sein, wenn der Staat nicht aus verschiedenen Gründen gezwungen wäre, eine Vermehrung der Zahlungsmittel vorzunehmen. Solange diese Vermehrung der Zahlungsmittel auf dem Wege einer Krediterweiterung zu Gunsten der Wirtschaft vor sich geht, ist die Unterbrechung der spontanen Deflation nur eine zeitweilige Erscheinung. Der Staat kann aber auch mit Rücksicht auf die Währungsfundierung diese Situation in dem Sinne ausnutzen, daß er Zahlungsmittel emittiert gegen Einkauf von Devi-

sen und Edelmetallen. In diesem Falle kann der Staat eine endgültige Stabilisierung des Geldwertes erreichen, aber auf einem Niveau, das unter dem ursprünglich möglichen liegt.

II. Solange die Inflation noch keine äußerst rapiden Formen angenommen hat und eine galoppierende Geldwertschwindsucht nicht zu Tage getreten ist, die das Vertrauen in die Währung vollkommen zerrüttet, bedeutet ihre Abstoppung eine auf die bisher geltenden Geldeinheiten lautende Ausbalanzierung des Staatsetats sowie eine normale Gestaltung des Kreditgebahrens. Die Finanzverwaltung des Staates hat zwar, um dieses Ziel zu erreichen, mit großen Schwierigkeiten zu kämpfen, auf die wir an dieser Stelle nicht einzugehen brauchen; die Abstoppung der Inflation ist aber nur in dem Augenblick als erfolgt zu betrachten, wo diese Finanzgebahrung restlos gelingt. Ein notwendiger Bestandteil dieser Politik ist die Regulierung der schwebenden Schuld, deren wirksame sowie latente Inflationsenergie das ganze Wesen der Geldwertstabilisierung zu untergraben droht. Ihrem Wesen und Wirken nach ist die schwebende Schuld kein einheitliches Gefüge; auch dann nicht, wenn ihre Titel gleichlautend sind. Die Aufnahme einer großen kurzfristigen Schuld hat zur Voraussetzung, daß den Notenbanken das Recht gewährt wird, auf Grund der kurzfristigen Schatzanweisungen Banknoten zu emittieren oder sich Papiergeld zu verschaffen. Diejenigen Schuldverpflichtungen des Staates, die als Deckung für die Banknotenemmission fungieren, verkörpern die eigentliche Bargeldvermehrung. Ihre Verminderung würde eine Kontraktion des Bargeldumlaufes bedeuten, die eine deflationistische Finanzpolitik voraussetzt. Ein großer Teil der kurzfristigen Schuldverpflichtungen dient aber nicht unmittelbar als Deckung für die zusätzliche Banknotenemmission, sondern diese Mittel werden dem Staate seitens der Bevölkerung zur Verfügung gestellt. Solange das auf die Weise geschieht, daß die Bevölkerung einen Teil ihrer Kaufkraft auf den Staat überträgt, unterscheidet sich diese kurzfristige Schuldaufnahme nicht von der langfristigen. Ihre inflationistische Gefahr besteht nur darin, daß der Staat bei der Fälligkeit dieser Schulden nicht imstande sein wird, sie auf Grund ordentlicher Einnahmen zu decken, und sich gezwungen sehen wird, ihre Rückzahlung mit

neu emittiertem Papiergeld zu leisten. Wichtiger für unsere Untersuchung ist jener häufige Fall, bei dem die Bevölkerung die schwebende Schuld nicht durch Uebertragung ihrer Kaufkraft auf den Staat zeichnet, sondern die Mittel dazu ihr seitens der Banken auf dem Kreditwege gewährt werden. Die Tätigkeit der Banken läuft in diesem Falle, wenn auch nicht formell, so doch dem Wesen nach, auf eine Diskontierung von Wechseln, die von einem absolut sicherem Schuldner ausgestellt sind und auf eine Erweiterung ihrer Kreditgewährung hinaus, die privatwirtschaftlich unbedenklich ist, aus verschiedenen schon oben erwähnten Gründen, hauptsächlich wegen der Anlehnung an die Notenbank, die auf Grund der kurzfristigen Schuldtitel sich zuschüssiges Papiergeld verschaffen kann.

Wenn der Staat nun diese Staatswechsel zurückzahlt, oder, wie es meistens geschieht, in eine langfristige Schuld konvertiert, so kehrt die Kaufkraft, die diese Schatzwechsel repräsentierten, nicht zur Bevölkerung zurück, sondern verschwindet überhaupt, d. h. mit anderen Worten, daß die Abstoppung der Inflation die Liquidierung eines Teiles der Kreditinflation in sich birgt. Das ist die Erscheinung der natürlichen Deflation, die eine unumgängliche Begleiterscheinung der Abstoppung der Inflation ist. Diese Erscheinung kann natürlich nur dort stattfinden, wo ein mächtiger Kreditapparat vorhanden ist, und wo der Staat sich dieses Apparates zur Erweiterung seiner Kaufkraft bedient, wie es in den hochkapitalistischen Ländern im Laufe der letzten Inflation in großem Maßstabe geschehen ist. Die Abstoppung der Inflation, mit der die natürliche Deflation in einem ursächlichen Zusammenhange steht, ist ein Komplex von finanzpolitischen Maßnahmen des Staates zum Zwecke seiner vollkommenen finanziellen Sanierung, die nicht plötzlich und sofort in vollem Umfange einsetzen kann, sondern zu ihrer Auswirkung eine relativ lange Zeit beansprucht. Der Staat versucht in erster Reihe seinen Etat auszubalanzieren, die Ausgaben und Einnahmen in Einklang zu bringen, um die weitere Schöpfung einer zusätzlichen Kaufkraft zu vermeiden. Dabei besteht für ihn vorerst nicht die Möglichkeit, die kurzfristige schwebende Schuld abzutragen, die wie ein Damoclesschwert über der gesamten Finanzgebahrung des Staates hängt. Die schwebende Schuld, falls sie große Dimensionen angenommen

hat, auf dem Wege von Etatüberschüssen zu liquidieren, würde eine sehr starke Vergrößerung der Steuerlasten voraussetzen, die man der Wirtschaft in den meisten Fällen nicht zumuten wird. Der Staat ist auf diese Weise auf die Aufnahme von langfristigen Anleihen angewiesen, was eine flüssige Gestaltung des Kapitalmarktes voraussetzt. Das ist aber gewöhnlich infolge der verminderten Spartätigkeit während der Inflation, sowie der Beanspruchung von Kapitalmitteln seitens der Wirtschaft, infolge ihrer Umstellung auf die normalen Verhältnisse, unmittelbar nach der Inflation nicht der Fall. Erst wenn die spontane Deflation ihre Wirkung auszuüben begonnen und eine depressionistische Konjunkturwelle hervorgerufen hat, ist der Staat imstande, an eine Konsolidierung seiner schwebenden Schuld heranzutreten. So offenbart sich in der spontanen Deflation nicht nur die Ueberwindung der Inflation seitens der Wirtschaft, sondern auch die Grundlage einer vollkommenen Finanzsanierung, die zu einer endgültigen Stabilisierung des inneren Tauschwertes des Geldes führen soll.

III. Eine Erscheinung des Steigens des Geldwertes infolge der Sanierung der Finanzen des Staates sieht Mildschuh[3] auch in dem Falle, wenn der Staat seine langfristig aufgenommenen Schulden zurückzahlt; und zwar wird dieses Steigen des Geldwertes nicht gleich dann vor sich gehen, wenn er mit Erträgnissen aus neuen Steuern eine Rückzahlung der schwebenden Schulden vornimmt, sondern in dem nächsten Jahre, wenn der Staat die Beträge, die er dadurch erspart hat, daß er die Zinsen von den zurückgezahlten Schulden nicht mehr zu zahlen braucht, nicht zur Ermäßigung der Steuern, sondern zur Rückzahlung seiner Schulden verwendet. Dieser Standpunkt ist eine konsequente Folge seiner Anschauung über die Kreditinflation,[4] die nach Mildschuh dann vor sich geht, wenn der Staat die Zinsen der Anleihen, die er bei der Bevölkerung aufgenommen hat, mit Beträgen zahlt, die er wiederum von der Bevölkerung entleiht. In diesem Falle steigt das Einkommen der Bevölkerung um die Höhe der Zinsbeträge. Die Summe der realen Güter bleibt aber unverändert, so daß diese Incongruenz zu einer Preissteigerung führen muß. Zwar weiß

3. A. a. O. S. 714.
4. Siehe oben S. 16.

Mildschuh, daß dieser Einkommensüberschuß von der Bevölkerung zur Zeichnung neuer Anleihen verwendet wurde, d. h. zum Einkauf neuer „Verhältnisgüter",[5] so daß die Wirkung auf den realen Gütermarkt eigentlich ausbleiben müßte. Nun nimmt er aber an, daß die Bevölkerung entsprechend ihrem gestiegenen Geldeinkommen eine absolut größere Menge von Geldeinheiten für die Zwecke des Konsums verwenden wird. Die Folge wird dann eine Preissteigerung der Verbrauchsgüter, andererseits ein Steigen des Zinsfußes sein. Die größere Nachfrage nach Verbrauchsgütern wird dadurch kompensiert, daß die Nachfrage nach Gütern, die der Produktion von Kapitalgütern dienen, eingeschränkt wird. Die Produktion von Kapitalgütern wird eingeschränkt, weil keine ausreichenden Geldmittel zu ihrer Erlangung vorhanden sind (wir setzen einen Zustand voraus, bei dem keine zusätzliche Schöpfung von Kreditgeld stattfindet).

Die Produktion von Verbrauchsgütern wird steigen, diejenige von Kapitalgütern sinken, und dies wird zu einem Ausgleich in der Preisgestaltung führen. Zweifellos sind dabei infolge der veränderten Produktionsbedingungen in den Relationen der Güter untereinander möglich und wahrscheinlich. Der objektive Tauschwert des Geldes wird aber keine Veränderung erleiden.

In der Praxis wird dieses Bild sich allerdings verzerren; die große Nachfrage nach Leihkapitalien wird die Banken dazu bewegen, ihre Kreditgewährung bis aufs äußerste anzustrengen. Der Staat wird auch seinerseits, da er auf eine Aufnahme von Anleihen angewiesen ist, diese Tätigkeit der Banken durch eine liberale Kreditpolitik der Zentralnotenbank begünstigen, so daß die preissteigernden Tendenzen sich in der Tat durchsetzen werden. Die Verschiebungen in der Verwendung des Einkommens werden in diesem Falle zwar das Steigen des Preisniveaus, d. h. das Sinken des Geldwertes, veranlassen, aber nicht verursachen. Die inflationistische Wirkung wird allein auf der Vermehrung der Kreditzahlungsmittel beruhen.

5. Mildschuh, a. a. O. S. 716

Drittes Kapitel:

Repudiation, Devalvation und künstliche Deflation.

Die spontane und natürliche Deflation sind Erscheinungen des Steigen des Geldwertes, die infolge der Abstoppung einer Inflation und der Finanzsanierung des Staates auftreten. Diese Erscheinungen erleiden komplizierte Verwicklungen in dem Falle, wenn die Inflation sehr weit vorgeschritten und das Vertrauen in die Währung zerrüttet ist, so daß das Geld nicht menr seine Funktionen vollauf erfüllt. Wir übergehen an dieser Stelle das Problem, welche Geldfunktionen man als wesentliche betrachten soll, ob man mit Helfferich in den Funktionen des Geldes als Tausch-, Zahlungs- und Kapitalübertragungsmittel die kardinalen Funktionen sieht, oder mit Jevons die Tauschmittel und Wertmaßfunktion dem Begriffe des Geldes zu Grunde legt, oder auch, wie Wagner[2] und Philippovich[3], die gesetzliche Zahlungsmittelfunktion hinzufügt. Eine deutliche auffallende und rapide Geldwertverminderung führt dazu, daß die Bevölkerung das Geld für bestimmte Funktionen nicht mehr verwendet, z. B. zum Zwecke der Wertaufbewahrung, daß sie Geld teilweise sogar als Tauschmittel ablehnt (die Haltung der Landbevölkerung!). Außerdem wirkt das Mißtrauen zur Währung, die Erwartung weiterer Emissionen und der nachfolgenden Geldentwertung unmittelbar auf das Preisniveau.[4] So ist die Tatsache erklärlich, daß der Gesamtwert der zirkulierenden Geldmenge mit der rapide fortschrei-

1. W. S. Jevons, Geld und Geldverkehr, Leipzig 1876, 3. Kapitel.
2. A. Wagner, Sozialökonomische Theorie des Geldes und des Geld-
3. E. v. Philippovich, Grundriß de polit. Oekonomie Bd. 1, 1921, S. 268 ff.
4. L. v. Bortkiewicz, Die Ursachen einer potenzierten Wirkung des vermehrten Geldumlaufs auf das Preisniveau 1925.

tenden Inflation eine sehr starke Verminderung erleidet[5], die nur deswegen möglich ist, weil die Kassenhaltungen bis auf das Minimum reduziert werden, und die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes stark zunimmt. Es bildet sich allmählich ein Zustand, bei dem die theoretische Unterscheidung von Galiani in moneta reale und moneta ideale für die Praxis unmittelbare Bedeutung gewinnt und als Wertmaß eine ausländische Geldeinheit oder ein Goldstück fungiert. Falls sich im Lande ein großer Betrag an Goldgeld oder ausländischen Zahlungsmitteln befindet, fängt dieses Geld an, auch die Rolle eines Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittels zu erfüllen. Wenn der Staat dann auch das Währungsgeld als gesetzliches Zahlungsmittel suspendiert, findet die sogen. Repudiation statt. Als klassisches Beispiel dafür dienen die französischen „Mandats Territoriaux" des Jahres 1797. Die Währungsgeschichte kennt auch einige Repudiationen in den südamerikanischen Ländern, in Peru und Uruguay. Die großen, auf die Spitze getriebenen Inflationen einiger kapitalistischer Länder der jüngsten Zeit, wir denken in erster Linie an Deutschland, mündeten in eine etwas kompliziertere Währungsgestaltung. Hier fehlte es entweder an vertrauenerweckenden Geldzeichen, die die Geldfunktionen erfüllen konnten, oder sie drangen aus verschiedenen Gründen als Tausch- und Zahlungsmittel nicht durch, so daß der Staat eine neue Währung dem Verkehr aufdrängen konnte und mußte, die sich einer Stabilität nur dann erfreuen konnte, wenn sie streng auf eine Edelmetallgrundlage basiert war, oder die Bevölkerung dem guten Willen des Staates, jegliche Inflationspolitik zu vermeiden, vertraute. Die Emission einer Edelmetallwährung setzt natürlich das Vorhandensein eines Edelmetallvorrates oder die Erlangung von ausländischen Krediten für diese Zwecke voraus, und das Vertrauen in die Währung beruht auf der günstigen Beurteilung der allgemeinen und finanzpolitischen Situation, die dem Staat ermöglicht, seine Ausgaben auf das Mindestmaß zu reduzieren, um einen Budgetausgleich zu erlangen und eine normale wirtschaaftliche Entwicklung gewährleistet. Im übrigen gilt hier vollauf die Behauptung von Lewinsky[6], „daß man nie vergessen darf, daß die Währungsverhältnisse nur ein Symptom der Wirtschaft und Finanzlage sind. Sind diese erschüttert, so kann

5. J. Keynes, Tractat über Währungsreform 1924, 2. Kap.

das Währungswesen nicht normal seine Aufgabe erfüllen. Auch die gewagtesten Kunststücke helfen über diese Tatsache nicht hinweg".

In den zuletzt erwähnte Fällen ist keine eigentliche Repudiation des alten Geldes vorgenommen worden, die alte Währung erfüllte ihre Funktion als Tausch- und gesetzliches Zahlungsmittel Sie wurde aber in ein bestimmtes Verhältnis zur neuen Währung gesetzt, so daß eigentlich eine sogen. Devalvation vorgenommen wurde. Diese Beibehaltung der alten Währung und ihre Devalvierung war aber nicht das charakteristische und wesentliche Merkmal der Finanzreform, deren Schwerkraft eben in der Schaffung einer neuen Währung lag. Mit dem Gelingen dieser Operation wurde eine plötzliche und endgültige Liquidierung der Inflation erreicht, aber noch keine Stabilisierung des Geldwertes, der mit der Auswirkung der spontanen Deflation eine steigende Tendenz aufzuweisen hat. Wir müssen berücksichtigen, daß die wirtschaftlichen Folgen einer starken Geldentwertung, die zu oben geschilderten Währungssituationen führen, sehr schwerwiegender Natur sind. Die Verteilung des Besitzes und des Einkommens erleidet sehr starke Verschiebungen, die sich in einem fast restlosen Verschwinden des Sparkapitals, vollkommener Vernichtung des Rentnereinkommens und Abschnürung der Spartätigkeit dokumentieren. Allein dies bewirkt eine vollkommen anormale Preisgestaltung, die durch die sog. Flucht in die Sachwerte und -Waren (als Wertaufbewahrungsmittel) noch mehr verstärkt wird. Es bilden sich mit anderen Worten Besitz- und Einkommenverhältnisse heraus, die der wirtschaftlichen und sozialen Struktur der Gesellschaft nicht mehr entsprechen und die bei der Abstopung der Inflation sich an diese Struktur anpassen müssen, was auf dem Wege schwerer Depressionen und Krisen, die sich durch große Knappheit an Geldkapitalien auszeichnen, vor sich geht. Wir begnügen uns an dieser Stelle mit einer ganz knappen Schilderung der betreffenden Vorgänge, die komplizierte ökonomische Probleme in sich bergen und Gegenstand spezieller Untersuchungen sein müssen.

Die oben erwähnte Finanzreform Deutschlands im Jahre 1923/24, die in der Neuschöpfung einer Währung und in einer

6. Lewinsky, W. A. B. 19. Deflation, Devalvation u. Stabilisierung.

Devalvation bestand, war eine notwendige Voraussetzung der Abstoppung der Inflation. Die Finanzpolitik kennt aber auch Devalvationen, die Devalvationen im eigentlichen Sinne des Wortes sind, welche nicht die augenblickliche Stabilisierung des Geldwertes beabsichtigen, sondern eine Verankerung der Währung in einer Edelmetallverfassung erstreben, schon allein aus dem Grunde, weil der innere Geldwert ohnehin stabil ist. Die Devalvation, die ein rein formeller Vorgang ist und die in einer Aenderung des Nennwertes des Geldes und der Fixierung seines Metallwertes besteht, ist eigentlich für die Währungsfundierung nicht unvermeidlich. Aber gewisse psychologische, sowie Gründe der Bequemlichkeit, veranlassen die Regierung, diese Maßnahmen zu ergreifen, die die Erinnerung an vergangene Inflationserscheinungen ausmerzen und die Solidität der Währungsfundierung dokumentieren soll. Ihre Durchführung verlangt gewisse Voraussetzungen und u. a. eine geschickte Handhabung einer Devisenpolitik, wie es z. B. Witte in der russischen Finanzreform des Jahres 1899, die in einer Devalvation bestand, durchgeführt hat.

Die inflationistisch entwertete Währung ist meistens eine Währung, die von ihrer Metallbasis, auf der sie bisher fundiert war, losgerissen ist. Das ist zwar keine logische Notwendigkeit, denn es kann auch eine starke Entwertung des Metalls aus verschiedenen Gründen eintreten, wie es z. B. in den Vereinigten Staaten von Amerika während des Krieges geschah. Sonst sind aber alle uns bekannten Fälle der Inflation Erscheinungen auf dem Gebiete der Papiergeldwährungen. Die Ueberwindung der Inflation wird deswegen nicht nur als eine Stabilisierung des inneren Tauschwertes des Geldes aufgefaßt, sondern auch als eine Rückkehr zur Edelmetallverfassung. Wir übergehen an dieser Stelle vollkommen das Problem, ob diese Auffassung absolut richtig ist, weil sie als wahres Geld, das ungehindert und dauernd seine Funktionen erfüllen kann, nur das Edelmetallgeld betrachtet, oder ob sie nur historisch bedingt und historisch berechtigt ist und stellen nur die Tatsache fest, daß alle inflationistisch erschütterten Währungen der letzten zwei Jahrhunderte ihre endgültige Stabilität durch eine Edelmetallverfassung erlangt haben. Die Art der Wiederherstellung der Edelmetallwährung hängt u. a. sehr stark von der Gestaltung der vorhergegangenen Inflation ab. Wir haben

bereits auf zwei Möglichkeiten hingewiesen: erstens das ganze oder teilweise Fallenlassen der alten Währung, ihre Repudiation und die Einführung einer neuen Edelmetallwährung — eine Erscheinung, die eintreten muß, wenn die Inflation soweit vorgeschritten ist, daß das Vertrauen in die Währung vollkommen schwindet und der Verkehr die Währung ausstößt, und zweitens der Umtausch des alten Papiergeldes in das neugeschaffene Edelmetallgeld. Der Uebergang zur neuen Währung im zweiten Falle kann ein steigender sein, indem das neue Geld ein positives Agio hat. In diesem Falle haben wir es mit einer Devalvation zu tun. In beiden Fällen ist es ziemlich unwesentlich, ob der Uebergang ein restauratorischer oder novatorischer ist[7] d. h. ob die alte vorinflationistische Edelmetallwährung wieder hergestellt oder eine neue statuiert wird. Der Staat kann sich aber auch aus verschiedenen Gründen einen restauratorischen und schwebenden Uebergang zum Ziel setzen, was natürlich nur dann möglich ist, wenn das Geld dieses Agio dem Metall gegenüber verliert. Falls keine Entwertung des betreffenden Edelmetalles vorgekommen ist, kann dieses Ziel nur auf dem Wege der Ergreifung finanz- und geldpolitischer Maßnahmen erfolgen, die ein Steigen des Tauschwertes des Geldes hervorrufen. Die Gesamtheit dieser Maßnahmen, deren Art und Wirksamkeit wir unten untersuchen, fassen wir unter dem Begriff „künstlicher Deflation" zusammen. Es ist klar, daß die Devalvation und die künstliche Deflation, obwohl sie ein und dasselbe Ziel erstreben — die Wiederherstellung der Edelmetallwährung — prinzipiell grundverschiedene Erscheinungen sind. Die Devalvation ist eine rechtliche Maßnahme, die Deflation — ein ökonomischer Prozeß, der infolge der Veränderung des Tauschwertes des Geldes Verschiebungen in der Produktion und der Einkommenverteilung hervorruft. Das Steigen des Tauschwertes des Geldes, d. h. mit anderen Worten das Sinken der Marktpreise, kann nur auf dem Wege einer depressionistischen Wirtschaftskonjunktur bewerkstelligt werden, also durch einen Zustand, der von der Gesamtheit der Wirtschaft schwer empfunden wird. Diese Schattenseiten der Deflation sind nicht zu unterschätzen und machen auch diese Maßnahmen, abgesehen

7. G. F. Knapp, Staatliche Theorie des Geldes.

von der Schwierigkeit ihrer Durchführung sehr unpopulär. Die Störung der Produktion und des Absatzes, die sozialen Mißstände der durch diese Störung hervorgerufenen Arbeitslosigkeit sind desto größer, je heftiger und schneller die Deflation in Erscheinung tritt, so daß die letzte am harmlosesten und auch am erfolgreichsten dort erscheint, wo das Disagio klein und unbedeutend ist. Die Deflation belastet in erster Reihe die Schuldnerklasse und insofern auch den Staat, der in der überwiegenden Zahl der Fälle, dazu noch in einer nachinflationistischen Periode, ein großer Schuldner ist. Dagegen sprechen auch gewisse gewichtige Gründe für die Erhöhung des Geldwertes und die Durchführung einer Deflation[8]. In erster Reihe wird darauf hingewiesen, daß die Deflation das alte Rentnerkapital wiederherstellt und stärkt, was allein aus Gründen der Gerechtigkeit zu begrüßen ist; sie fördert außerdem die rationelle Spartätigkeit und erweckt, wie sich Rašin ausdrückt, „die Achtung vor dem Gelde“[9]; sie stärkt das Vertrauen an die Nation und den Staat, so daß die Deflation allein schon aus Gründen des nationalen Prestiges begrüßenswert erscheint. In jedem einzelnen Falle werden die verantwortlichen Leiter der Finanzpolitik zu prüfen haben, ob diese Vorteile die schweren wirtschaftlichen und sozialen Nachteile der Geldwerterhöhung aufzuwiegen imstande sind. Sie werden sich desto schneller und entschiedener für eine künstliche Deflationspolitik entscheiden, je kleiner die Spanne zwischen dem Geld- und Edelmetallwert ist. In diesem Falle ist die Erreichung des vorschwebenden Zieles mit verhältnismäßig wenig Opfern wahrscheinlich und möglich; Maßnahmen, die lang andauernde und heftige Geldwerterhöhungen bezwecken, werden dagegen auf Widerstände stoßen.

---

8. A. Amonn, Für und Wider eine Erhöhung des Geldwertes. Mitteil. d. Verb. österr. Bankiers Nr. 7/8 1923.

J. Keynes, Die Stabilisierung der europäischen Devisenkurse. „Der Wiederaufbau“. Manchester Guardian Commercial. Erste Nummer.

9. A. Rašin, Die Finanz- u. Wirtschaftspolitik der Tschechoslowakei 1923.

Viertes Kapitel:

Die Maßnahmen der künstlichen Deflation.

I. Die künstliche Deflation bezweckt einen restauratorischen Uebergang von einer Papiergeldwährung zu einer Edelmetallwährung, so daß es dem ersten Anschein nach nur darauf ankommt, die zirkulierenden Papiergeldmengen auf einen Betrag zu reduzieren, der die Aufnahme der freien Einlösung in Gold ermöglichen soll. Die Deflation ist aber auch ein steigender Uebergang, so daß die Frage entsteht, ob die Verminderung der zirkulierenden Papiergeldmenge das Steigen seines Tauschwertes gewährleistet und wenn ja, ob ein direkt proportioneller Zusammenhang zwischen diesen Erscheinungen besteht. Die geschichtlichen Erfahrungen zeigen uns, daß dieser Zusammenhang nicht besteht. Der russische Finanzminister Gurjew versuchte in den Jahren 1817 bis 1823 die Menge der emittierten Assignaten zu vermindern. Diese Operation wurde durchgeführt aus den Ueberschüssen der Staatseinnahmen und gestalteten sich folgendermaßen:

Jahr	Summe der zirkulierenden Assignaten	Durschnittswert d. Assignatenrubels i. Silberkopeken
1918	789	$26^1/_3$
1819	719	$26^8/_9$
1820	685,1	$26^3/_4$
1821	651,7	$26^2/_3$
1822	606,8	$26^2/_3$
1823	595,8	$26^3/_4$

Bis zum Jahre 1839 stieg der Wert des Rubels auf 28,6 Silberkopeken. Eine Verminderung der Assignatenmenge um 29 % entsprach einer Erhöhung des Wertes des Rubels um 8 %! Interessant ist dabei die Tatsache, daß diese Erhöhung nur in den Jahren 1823/39 größere Fortschritte aufzuweisen hat, wenn die Reduzierung der Papiergeldmenge am kleinsten war[1]

1. S. Katzenellenbaum, Die Lehre vom Gelde und Kredit. (Russisch). Jaroslavl 1921. Lewinsky a. a. O.

Eine ähnliche Erscheinung ist auch in der Tschecho-Slowakei nach der Abstemperung des Jahres 1919 zu beobachten, zu der wir noch zurückkehren werden. Statistische Belege dieser Art kann man in Fülle aufbringen. Während der Greenbacks Periode in den USA. in den Jahren 1869 74 bemerken wir eine entgegengesetzte Erscheinung, indem die Papiergeldmenge von 689 Mill. Dollar auf 785 stieg, dagegen fiel das Goldagio von $33^1/_3$ auf 10,4 %[2]. Aufstellungen dieser Art sind ziemlich wertlos, solange die diesbezüglichen Umstände in jedem einzelnen Falle nicht näher untersucht werden. Das allgemeine Bild überrascht aber diejenigen Theoretiker, die die Quantitätstheorie vertreten und zwar aus folgenden Gründen: die Verminderung der Papier geldmenge bedeutet keine entsprechende Verminderung der gesamten zirkulierenden Zahlungsmittelmenge und kann in der erhöhten Umlaufsgeschwindigkeit und Verminderung der Kassenbestände auf eine paralysierende Wirkung stoßen.

Die Verminderung der Papiergeldmenge wird meistens dadurch erreicht, daß der Staat Einnahmenüberschüsse erzielt auf dem Wege der Verminderung seiner Ausgaben oder Erhöhung der Steuereinnahmen. In diesem Falle wird ein Teil der nominellen Kaufkraft der Bevölkerung entzogen und vernichtet, was eine preisreduzierende Wirkung allerdings hervorrufen muß, abgesehen von dem Falle, wo diese erhöhten Steuern aus Papiergeldbeträgen gezahlt werden, die thesauriert waren und nicht als Kaufkraft auf dem Markte erschienen. Diese Thesaurierung der Noten ist in kapitalistisch nicht hochentwickelten Ländern hauptsächlich bei der Landbevölkerung eine häufige Erscheinung, so daß die Verminderung der Papiergeldmenge in solchen Ländern oft fast spurlos vorbeigehen kann. Die Erklärung des oben erwähnten russischen Beispieles ist wahrscheinlich hauptsächlich in dieser Tatsache zu suchen. Dort, wo das gesamte Geldeinkommen der Bevölkerung als Kaufkraft auftritt, wird die Verminderung ihres Geldeinkommens durch Steuererhebungen eine verminderte Nachfrage nach Gütern bedeuten und die Tendenz haben, eine preisreduzierende Wirkung auszuüben. Die Steuerüberschüsse können aber das Geldeinkommen der Gesamtbevölkerung nur in

---

2. Subercaseaux, Le papier monnaie. Zittiert nach Ch. Rist, La Déflation en Pratique. Paris 1924, S. 170.

einem verschwindend kleinen Maße vermindern, obwohl ihr Betrag einen bedeutenden Teil der emittierten Papiergeldmenge darstellen mag. Das Bargeld, das der Bevölkerung zur Verfügung steht, wird eine Verminderung erleiden und die Bevölkerung zwingeni ihren Bargeldbedarf zu reduzieren durch Verminderung der Kassenbestände und Erhöhung des bargeldlosen Verkehrs. Die Menge des Kreditgeldes, die der Bevölkerung zur Verfügung steht, dürfte sich um dieselbe Quote vermindern, wie das Geldeinkommen überhaupt. Allerdings dürfte die starke Verminderung des Bargeldes die Barreserven der Banken angreifen und ihre Kreditgewährung beeinflussen. Das würde aber keine natürliche, nur aus technischen Gründen hervorgerufene Störung der gesamten Kreditgestaltung bedeuten, die in die Wirtschaft eine große Unsicherheit und Unruhe hineintragen müßte, was für eine ruhige Durchführung der Erhöhung des Tauschwertes des Geldes nicht förderlich sein könnte. Die Zentralnotenbank würde sich gezwungen sehen, zur Vermeidung künstlich hervorgerufener Volks- und privatwirtschaftlich unberechtigter Illiquiditäten, ihr Wechselportefeuille gegen Banknotenemission zu vergrößern, so daß die Verminderung der Bargeldmenge nicht von langer Dauer sein würde.

Zusammenfassend ist zu sagen, daß die Verminderung der zirkulierenden Bargeldmenge auf dem Wege der Steuerüberschüsse, was an und für sich dem Staate Schwierigkeiten bereiten muß[3], zwar eine gewisse Reduzierung des Preisneveaus und eine Steigerung des Geldwertes hervorrufen muß, aber in einem Umfange, der weit hinter der Reduzierung der Menge des Papiergeldumlaufes zurückbleibt, so daß die letzte keine dauernde und endgültige sein kann. Parallel mit der Politik der Kontraktion des Papiergeldes muß eine Verminderung des Kreditgeldes vor sich gehen, was eine entsprechende Kredit- und Diskontpolitik des Staates voraussetzt.

3. „Dies ist leichter gesagt als getan, bedenkt man, welche Schwierigkeiten ein Finanzminister überwinden muß, bevor er sich das bescheidene Ziel eines Gleichgewichtes im Budget erreichen sieht, oder wie weit die meistens europäischen Ländern von diesem Ziel entfernt sind (1921), so wäre es ziemlich optimistisch an eine rasche Wiederherstellung der entwerteten Valuta nach diesen Linien zu glauben.“ G. Cassel, Das Geldproblem der Welt 1922, S. 56. 1. Denkschrift.

II. Man versteht unter Kredit „ein Verhältnis zwischen den in Verkehr getretenen Personen, vermöge dessen die eine auf Grund ihrer bereits erfolgten Leistung von der anderen eine in dieser Leistung begründeten Gegenleistung zu fordern hat."[4] Auf diese Weise bewirkt der Kredit Uebertragung von Verkehrsobjekten ohne Geld, leistet also in dieser Hinsicht denselben Dienst wie das Geld. Statt Geld werden hier Kreditzahlungsmittel gebraucht, als welche wir die einlöslichen Banknoten, Giroübertragungen und Wechsel bezeichnen. Die Wirkung dieser Kreditzahlungsmittel auf das Geldwesen kann man als eine Beschleunigung der Geldzirkulation auffassen. Dementsprechend spricht Wicksell[5] von der Tätigkeit der Kreditzahlungsmittel a s von einer virtuellen Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, d. h. von einer gedachten, aber jedenfalls physisch oder wenigstens logisch möglichen Zirkulation eines oder mehrer Geldstücke.

Eine gewisse Art der Kreditzahlungsmittel — der Giroverkehr — übt eine vorteilhafte Wirkung auf den gesamten Zahlungsverkehr aus durch Vereinfachung und größere Bequemlichkeit der Zahlungen, durch Ersparung an Umlaufsmitteln und durch Begünstigung der Bargeschäfte und Verminderung des Zinsverlustes am Betriebskapital.[6] Diese Wirkungen können nur mit Erfolg auftreten, wenn der gesamte Zahlungsprozeß in die Banken verlegt ist, d. h. in den Rahmen einer organisierten Kreditwirtschaft. Diese organisierte Kreditwirtschaft gibt aber den Banken die Möglichkeit, Kreditausdehnungen vorzunehmen und die Menge der Umlaufsmittel zu vermehren, so daß die virtuelle Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes zunimmt und nicht bloß wie früher die mögliche Zirkulation von barem Geld ersetzt, sondern seine Umlaufsgeschwindigkeit steigert.

Das Problem des Einflusses dieser Kreditmittel auf den Geldumlauf und folglich auf die Warenpreise ist schon in der Nationalökonomie oft und vielfach erörtert worden. Die Kontroverse zwischen der Currency- und der Bankingtheorie richtet sich hauptsächlich auf die Untersuchung dieses

4. Philippovich, Grundriß der polit. Oekon. Bd. 1, S. 320.

5. Knut Wicksell, Geldzins u. Güterpreise 1898, S. 45 ff Vorlesungen über Nationalökonomie 1922, 2. Bd. S. 75 ff.

6. Philippovich a. a. O. S. 321

wirtschaftlichen Phänomens. Sie fragen beide nach dem Einfluß der Banknoten, und nachdem in England im Jahre 1833 der Zinsfuß der Bank von England freigegeben wurde, auch des Geldzinses auf die Preise. Die Banknoten, da sie einlöslich waren, waren reines Kreditgeld. Der Inhalt dieser Kontroverse ist bekannt und wir werden sie hier nur flüchtig skizzieren.

Der Behauptung der Currencytheorie, daß eine Vermehrung der Banknoten eine Erhöhung der Kaufkraft und Steigerung der Warenpreise bedeutet, setzen die Bankingtheoretiker, hauptsächlich Tooke[7] folgende prinzipielle Bedenken entgegen. Die Banknoten werden im Gegensatz zu dem Staatspapiergeld als Darlehen übertragen und kehren nach der Bank zurück. Der Verkehr entnimmt die Banknoten nur dann, wenn er sie braucht und gibt sie, wenn er sie nicht mehr braucht, zurück. Die Vermehrung der Banknoten ist deswegen nicht Ursache der Preiserhöhung, sondern eine Folge davon. Diese Behauptung, daß eine starke Notenemission so gut wie niemals einer aufwärts gehenden Preisbewegung vorausgegangen, sondern ihr immer gefolgt ist, stützt Tooke auf eine umfassende Statistik.

Nach Wicksell[8] sind Ricardes Einwendungen gegen diese Behauptungen nicht überzeugend. Sein Beispiel in „Reply to Mr. Rosenquest" besagt, daß die Produktion einer Goldgrube, die sich in den Kassengewölben der Bank von England befindet, die Bank verlassen und binnen kurzer Zeit eine Erhöhung der Preise hervorrufen wird. Dasselbe geschieht aber auch, wenn uneinlösliche Banknoten die Bank verlassen. Nun ist zwischen dem Golde, das in den Gewölben der Bank exploitiert wird und dem Golde das außerhalb produziert wird, scharf zu unterscheiden. Denn das erste wird ausgeliehen, das zweite dagegen tritt gegen Warenleistung endgültig in Verkehr.

Wicksell[9] sagt dazu: „Merkwürdig ist, daß Ricardo niemals im Detail untersucht, durch welches Mittel es den Banken ge-

7. Th. Tooke und W. Newmarch, Die Geschichte und Bestimmung der Preise während der Jahre 1793 - 1857. Uebers. v. Dr. Asher 1858 u. a. 21. Kap. d. 1. Bd.; Anh, 15 des 2. Bd.

8. Knut Wicksell, Vorlesungen über Nationalökonomie 2. Bd. 1922 S. 191. ff.

9. Vorlesungen über Nationalökonomie Bd. 2, S. 203.

lingt, einen größeren Teil ihres Vorrates an Münzen oder Noten in die Zirkulation zu bringen und besonders, daß er sich nicht darum kümmert, welche Wirkung eine Herabsetzung des Darlehnzinses in Beziehung auf den Bedarf an Umsatzmitteln und die Höhe der Preise haben würde. Das dürfte zum Teil daran liegen, daß der Zins zu seiner Zeit nicht frei war." Allerdings kannte Ricardo dies Problem, und auf die Behauptung, daß ein Ueberfluß an Banknoten sich in einem sehr niedrigen Zinsfuß zu erkennen gegeben hätte, erwidert er mit Recht, daß eine Herabsetzung des Geldzinses aus solcher Veranlassung nur zufälligerweise geschehen könne, nämlich solange der Geldüberfluß noch nicht zu einer entsprechenden Erhöhung der Warenpreise geführt hatte.

Tooke hat empirisch nachgewiesen, daß steigende Warenpreise meistens mit steigenden und hohen Zinssätzen angetroffen werden, nicht umgekehrt. Er behauptet, daß eine Zinsherabsetzung eine Verminderung der Produktionskosten bedeute und zu einer Preisherabsetzung führt. Nun ist sogar ein Sinken des Darlehnszinses auf Grund eines größeren Vorrates an Realkapitalien nicht einer Verminderung der Produktionskosten gleichzusetzen, weil die Ansicht, daß Arbeitslohn und Bodenrente dabei konstant bleiben, falsch ist. Das Argument, daß niedriger Geldzins zur Spekulation verleitet, läßt Tooke nicht gelten, mit Hinblick darauf, daß Spekulationen in Waren auf Grund geliehenen Kapitals nur dann unternommen werden, wenn die erwartete Preissteigerung sehr groß ist und der höhere oder niedrigere Zinsfuß aus diesem Grunde von untergeordneter Bedeutung ist. Nach Wicksell ist das falsch, weil es sich um ein Spekulationselement handelt, „welches notwendigerweise ein Bestandteil aller Handelsgeschäfte und aller kapitalistischen Produktion ist". „Gegenwärtige Waren und Dienstleistungen, falls sie erst in der Zukunft bezahlt zu werden brauchen, im Durchschnitte entsprechenden höheren Preis bedingen — und dies ist ja der innerste Sinn jeder Leihtransaktion, jeder Geldvorstreckung – so beruht dies ganz einfach auf den allgemeinen Gesetzen des Kapitalzinses." „Es handelt sich also durchaus nicht um Aufsehen erregende Spekulationsunternehmen, die von den Windstößen der Konjunktur hervorgerufen werden, sondern von einem leisen aber kontinuierlichen

Druck, der nach einer bestimmten Richtung hin auf eine normale wirtschaftliche Entwicklung ausgeübt wird."

Tookes Behauptung, daß eine Herabsetzung des Zinsfußes eine Preisverminderung und umgekehrt das Steigen des Zinssatzes eine Preiserhöhung bedeutet, führt uns zu dem Schluß, daß falls der Geldzins von seinem normalen Gleichgewicht abgelenkt wird, er unendlich weit in dieser Richtung vorzudringen vermag, ohne eine natürliche Reaktion auszulösen. Wagner[10] geht deswegen auch nicht so weit und begnügt sich mit der Behauptung, daß die Banken gegenüber den Warenpreisen machtlos sind. Eine Bank, welche andauernd und in großem Umfange Darlehnsvorschüsse unter Börsendiskont gebe, würde sofort ihre Noten wieder in die Bankkasse zurückfließen sehen, um dort eingelöst zu werden, teils weil die Ausdehnung der Emission leicht Mißtrauen erweckt, und weil der Umsatz aller Wahrscheinlichkeit nach einer größeren Notenmenge nicht bedarf. Nun ist es aber eine Seltenheit, daß man an der Fähigkeit einer Bank ihre Noten einzulösen zweifelt; falls der Verkehr der Banknoten nicht bedarf, bedarf er auch nicht des Goldes und hat an der Einlösung kein Interesse.

Wicksell[11] sucht die positive Lösung des Problems in der Divergenz zwischen dem „natürlichen Zins" und dem „Darlehnszins". Der Zinsfuß, bei welchem die Nachfrage nach Darlehnskapital und das Angebot an ersparten Mitteln sich gerade miteinander decken, ist der normale oder natürliche Zins. Die Kreditwirtschaft macht aber die Größe des Darlehnskapitals sehr elastisch. „Die Banken kommen in den Besitz eines monetären Darlehnsfonds, welcher stets elastisch und unter gewissen Voraussetzungen unerschöpflich ist." Leihen die Banken zu wesentlich niedrigerem Zinsfuß als der normale Zins aus, so wird die Spartätigkeit zurückgedrängt, was eine erhöhte Nachfrage nach Waren zum gegenwärtigen Konsum bedeutet. Dies erhöht die Gewinnchancen der Unternehmer und verleitet sie zur „Zukunfts-Produktion". Das Gleichgewicht auf dem Warenmarkte wird gestört und die Preise steigen. Dies dauert solange, als der Dar-

10. Die Geld- und Kredittheorie der Peel'schen Bankacte von A. Wagner, Wien 1862, S. 148.

11. A. a. O. S. 216 ff.

lehnszins niedriger als der normale Zins bleibt. Und auf ähnliche Weise können die Banken durch Festhalten an Zinssätzen, welche den Normalzins übersteigen, ein Fallen der Preise zustandebringen. (Die Depositenzinsen müssen entsprechend hochgehalten werden, sonst werden private Darlehnsgeber die Banken verdrängen).

Wicksell unterstreicht, daß die Einwendung Tookes, wonach steigende Zinssätze meistens mit steigenden Preisen zusammenfallen und umgekehrt, seine Ansicht nur zu stärken vermag. Die Banken verändern ihre Zinssätze nicht willkürlich, sondern unter dem Drucke der Verhältnisse. Eine Verminderung des Geldvorrates und eine starke Anschwellung der Verbindlichkeiten zwingt sie, die Zinssätze zu erhöhen und umgekehrt. Diese Situation wird hervorgerufen entweder durch Veränderung in der Goldproduktion (was wir für die Zwecke dieser Arbeit außer acht lassen) oder durch Veränderung des Warenpreisniveaus. Diese Veränderungen würden mit dem realen Kapitalzinsfuß zusammenhängen. Nicht so, daß der Kapitalzinsfuß die Preise direkt beeinflußt, sondern daß der Darlehnszins sich seinen Veränderungen nicht schnell genug anpaßt. Das Einwirken der Banken auf die Preise ist eine Folge ihrer Passivität auf dem Geldmarkt. Der unveränderte Geldzins bei steigendem Kapitalzins wirkt so, als ob er spontan heruntergesetzt worden wäre, bei fallendem Kapitalzins umgekehrt. Die Banken müssen dann, um sich selbst zu schützen, den Darlehnszins in der Richtung des wahren Zinses verändern.

Die Tatsache, daß das Einwirken der Banken auf die Preise meist eine Folge ihrer Passivität auf dem Geldmarkte ist, gibt uns den Schlüssel zu dem Problem, wie weit und unter welchen Umständen sich die Auswirkung der Veränderung der Menge an Kreditmitteln auf das Preisniveau und den Geldwert erstreckt. Bei einer gegebenen bestimmten stabilen Organisation der Kreditwirtschaft und Vermehrung der Geldwirtschaft haben die Banken nicht aus Gründen ihrer Liquidität die Möglichkeit dauernd den Geldzins unter dem Kapitalzins zu halten, infolge der schnellen Erschöpfung der Mittel, die sie dem Geldmarkte zur Verfügung stellen können. Dies ist jedoch nicht der Fall, wenn sie die Möglichkeit haben, ungedeckt Banknoten in Verkehr zu setzen, eine Möglichkeit, die der Staat ihnen dann gewähren muß, wenn er in-

folge seines gestiegenen Bedarfes die Kredittätigkeit der Banken zur Erhöhung seiner Kaufkraft ausnutzen will. Der ganze Verlauf einer Kreditinflation charakterisiert sich durch diese Divergenz zwischen dem natürlichen Zins und dem Geldzins, eine Divergenz, die nur deswegen von Dauer sein kann, weil der Staat sie mit seiner Geldschöpfungspolitik begünstigt. Mit der Abstoppung der Inflation sehen sich die Banken gezwungen, ihre Geldsätze zu erhöhen; solange die deflationistischen Tendenzen noch nicht wirksam sind, zeichnet sich diese Periode durch einen Mangel an Geldkapitalien aus. Diese Situation kann besonders scharfe Formen in dem Falle annehmen, wenn die Inflation so weit gediehen ist, daß die gesamte Kreditwirtschaft infolge der Zerstörung des Vertrauens aus den Fugen gerät.

Genau so wie die Banken, ohne Mithilfe des Staates nicht dauernd ihren Geldzins unter dem normalen Zins halten, können sie auch das umgekehrte Verhältnis nicht ertragen. Eine normale Tätigkeit der Banken ist nur dann gegeben, wenn die Divergenz zwischen dem Diskontsatz und der Verzinsung der Depositen ungefähr der Vergütung der Tätigkeit der Bank in der Organisation des Kredites entspricht. Falls die Bank ihren Diskontsatz unter dem normalen Zins aufrecht erhält, vergütet sie entsprechend auch die Depositen, was zu einer starken Vermehrung der Depositeneinlagen und Anschwellen der Kassenbestände führen muß, in denen sich die Unrentabilität des Bankunternehmens ausdrücken wird. Falls sie aber die Depositenverzinsung im Vergleich zum Diskontsatz stark ermäßigen, würde der Kreditverkehr die Vermittlung der Banken meiden und sie in ihrer Tätigkeit brachlegen. Für die Privatbanken würde das ein Opfer bedeuten, zu dem sie sich aus Gründen der Rentabilität nicht entschließen können. Diese Diskontpolitik kann nur von der Zentralnotenbank ausgehen, die von volkswirtschaftlichen Erwägungen geleitet wird. Die Zentralnotenbank riskiert aber bei einer beharrlichen Fortsetzung dieser Politik, den Einfluß auf dem Geldmarkt einzubüßen, sodaß dieser Politik gewisse natürliche Schranken gesetzt sind. Die Gesamtorganisation der Kreditwirtschaft würde allerdings eine schwere Beeinträchtigung erfahren, was zu einer Verminderung der zur Verfügung stehenden Kreditmittel und zu einer Kreditkriese, die preisredu-

zierende Wirkung haben muß, führen würde. Diese Situation kann aber nicht von langer Dauer sein, weil der Privatkredit (die Tätigkeit der Privatbanken einbegriffen) sich schnell zusammenzuschließen und außerhalb der Reichweite der Zentralnotenbank seine Organisation wieder herstellen wird. Andererseits würde der politische Druck der interessierten Kreise, sowie die Rücksicht auf die sozialen Mißstände einer Wirtschaftskrise die Forderung nach Einstellung dieser von allen schwer empfundenen Maßnahmen laut werden lassen.

Wenn der Staat inflationistische geldpolitische Maßnahmen trifft, stößt er im Verlauf einer längeren Zeit auf keine Widerstände seitens der Wirtschaft, die das Steigen der Preise, was eine Hochkonjunktur und eine Liquidierung der Arbeitslosigkeit bewirkt, als ein Segen empfindet und nur allmählich die verheerenden Folgen der Geldentwertung deutlich verspürt. Dagegen reagiert die Wirtschaft sehr empfindlich und schnell auf jede staatliche Maßnahme, die ein Fallen der Preise hervorrufen kann. Subercaseaux[12] macht mit Recht darauf aufmerksam, daß „Ceux qui ont cru que les prix ont pu être adaptés à la baisse comme à la hausse, ne connaissent pas les conditions de la vie économique telle qu'elle est réellement. La baisse des prix, qui est la conséquence d'une forte hausse de la valeur de la monnaie, ne se fait que lentement et après de longues années passées dans le languissement et la paralysie, dont la cause est une crise non seulement a affecté l'entrepreneur, mais qui a pu aussi, faire connaître la faim à des milliers d'ouvriers inoccupés.

12. Subercaseaux, Le papier-monnaie. Paris 1920, p. 256, zitiert nach Ch. Rist a. a. O. S. 116

Fünftes Kapitel:

Die Deflation und der intervalutarische Kurs des Geldes.

I. Das Geld eines Landes hat nur im Inlande Geldfunktionen, im Auslande bekommt es einen ausgesprochenen Warencharakter. Es wird gekauft und verkauft, und sein Preis drückt sich in Geldeinheiten des betreffenden Staates aus. Dieser Preis der Geldeinheit einer Währung, ausgedrückt in Geldeinheiten einer anderen Währung, ist der intervalutarische Kurs des Geldes. Da in der Regel nicht direkt ausländisches Geld, sondern Zahlungsanweisungen (Schecks und Wechsel), welche im Auslande zahlbar sind, begehrt werden, so ist der Preis dieser Wechsel, der Wechselkurs, maßgebend für den intervalutarischen Kurs. Die Höhe dieser Kurse ist bei Goldwährungen in dem Gleichungspunkt dieser Valuten gegeben, der durch den Münzfuß bestimmt ist. Die Abweichungen von dieser Parität sind eng begrenzt dank der Möglichkeit des Edelmetalltransportes. Daß die Kurse aber die Tendenz haben, von der Parität abzuweichen, erklärt sich dadurch, daß das Geld im Auslande wie jede andere Ware den Gesetzen der Nachfrage und des Angebots unterworfen ist. Das Verhältnis der gegenseitigen internationalen Verbindlichkeiten oder die Zahlungsbilanz ist maßgebend für die Tendenz der Wechselkursbildungen. Diese Theorie der Wechselkurse ist von G. J. Goschen[1] in klassischer Weise dargelegt worden und die folgenden Untersuchungen Anderer erstrecken sich hauptsächlich auf die Analyse des internationalen Zahlungsverkehrs. Die Untersuchung der Papiergeldwährungen mit ihren starken Schwankungen des inneren Geldwertes lenkte die Aufmerksamkeit der Forscher auf die Bedeutung des Geldwertes bei der Gestaltung der Wech-

1. G. J. Goschen, Die Theorie der auswärtigen Wechselkurse 1861.

selkurse. Auch Goschen[2] hat schon bereits zu diesem Problem Stellung genommen: „Man streitet zuweilen über das Wesen der auswärtigen Wechselkurse und berücksichtigt dabei allein den Wert des Goldes in den verschiedenen Ländern, die Höhe des Münzvorrates in jedem von ihnen und das gegenseitige Verhältnis ihres Kreditgeldumlaufes. Diese Punkte sind zweifellos von großer Bedeutung und beeinflussen die Kursschwankungen der auswärtigen Wechsel sehr stark. Allein nichtsdestoweniger sind sie untergeordneter Art gegenüber der Frage des Verhältnisses der gegenseitigen Verbindlichkeiten zueinander; diese bilden stets den grundlegenden Faktor des Wechselkurses". Die bei ihm erwähnten Punkte sind diejenigen, die für den Geldwert maßgebend sind, Goschen läßt sie nur sekundär gelten.

Da der Wechselkurs ein sich auf dem Markte bildender Preis ist und den Gesetzen des Angebots und der Nachfrage unterworfen ist, so ist das Verhältnis der gegenseitigen Verbindlichkeiten der Länder der unmittelbar entscheidende Faktor. Wenn zwischen zwei Ländern eine normale Handelsfreiheit gegeben ist, so wird sich zwischen ihnen ein bestimmter Wechselkurs herausbilden, Dessen Schwankungen den Verhältnissen des Zahlungsverkehrs angepaßt werden und der (weil er eigentlich eine Warenpreisrelation ist) aus seiner Gleichgewichtslage gebracht, immer von selbst danach streben wird, seine alte Lage wieder einzunehmen. Wenn aber der Geldwert des einen Landes eine deutliche Veränderung erlitten hat, so wird diese Tatsache die Gestaltung des Zahlungsverkehrs beeinflussen und den Wechselkurs in eine bestimmte Richtung ablenken, ohne Kräfte auszulösen, die ihn in seine ursprüngliche Lage zurück versetzen können. Es wird sich eine neue dem veränderten Geldwerte entsprechende Parität herausbilden, die sich nun ihrerseits eines stabilen Gleichgewichtes erfreuen wird. Auf diese Weise gibt es, wie van Dorp[3] richtig bemerkt, zweierlei Arten der Bewegung der Wechselkurse, der Bewegung der Parität und der Wellenbewegung um die Parität. Cassel[4] nennt diese sich herausbildende Parität — Kaufkraftparität, weil

2. Theorie der auswärtigen Wechselkurse 1861.

3. Van Dorp, Die Bestimmungsgründe d. intervalutaristischen Kurse W. A. Juli 1919.

4. G. Cassel, Das Geldproblem der Welt 1921, 1. Denkschr. S, 31,

sie durch den Quotienten zwischen der Kaufkraft der verschiedenen Valuten bestimmt wird. Diese Kaufkraftparität ist „der Punkt, um den die Kurse schwanken und auf dem sie schließlich zur Ruhe kommen müssen". Bei der Analyse der Gestaltung der Kaufkraftparität stößt man auf einige Schwierigkeiten, die die praktische Anwendung dieser Theorie gefährden könnten. Keynes[5] macht darauf aufmerksam, daß die Notwendigkeit der Berücksichtigung der Frachtkosten und der Ein- und Ausfuhrabgaben, so wie die Behandlung der Kaufkraft von Waren und und Leistungen, die überhaupt nicht international gehandelt werden, die praktische Anwendung der Theorie zwecks Feststellung des „wahren" Wechselkurses sehr erschwert. Wichtiger für die Zwecke dieser Arbeit ist zu berücksichtigen, daß „die wirklichen Kurse oft empfindlicher und beweglicher als die Kaufkraft paritäten sind. Denn sie hängen ab von der Spekulation, plötzlicher Verschiebung von Guthaben, Saisoneinflüssen und Erwartungen von bevorstehenden Veränderungen der Kaufkraftparität . . . ., andererseits können sie auch einmal hinter der Entwicklung dieser Faktoren zurückbleiben." Die Theorie der Kaufkraftparität hatte zur Voraussetzung einen Zustand der normalen Handelsfreiheit; wenn der Außenhandel eines Staates einseitig gehemmt oder gefördert wird, so bleibt die Wirkung auf die Gestaltung der Wechselkurse natürlich nicht aus. Sehr wichtig ist auch das spekulative Vorgehen der Interessenten auf den Devisenmärkten, in dem sich die Meinung über die zukünftige Gestaltung der Kurse offenbart. Der durch sie hervorgerufene Wechselkurs kann vielleicht nur eine Wellenbewegung um die Parität bedeuten, kann aber bereits eine neue Parität darstellen, die schon in der nächsten Zukunft den objektiven Verhältnissen des Marktes entsprechen wird.

Insofern hat der Devisenmarkt die Eigenschaft, sehr schnell, fein und genau auf Geldwertänderungen zu reagieren, die die Binnenkaufkraft des Geldes noch nicht beeinflußt haben. Inwieweit der von der Kaufkraftparität abweichende Wechselkurs auf die Gestaltung des Geldwertes von Einfluß sein kann, läßt sich schwer übersehen. Es ist prinzipiell wichtig, festzuhalten, daß Aenderungen des Wechselkurses auf Grund des Zahlungsver-

5. Keynes, Tractat über Währungsreform 1924. 3. Kap. II.

kehrs bei gleichbleibendem inneren Geldwerte Kräfte auslösen werden, die das stabile Gleichgewicht immer herzustellen bestrebt sind; wenn sich aber die Geldverfassung und die Finanzlage des betreffenden Staates noch nicht in einem verankerten und stabilen Zustande befinden, so entstehen verschiedenartige Gegenwirkungen und gegenseitige Beeinflussungen.

II. Der Wechselkurs kann als Ergebnis des Zahlungsverkehrs

1. bei stabilem Geldwerte von der Parität abweichen,

2. bei einem Geldwert mit sinkender Tendenz dieselbe oder die entgegengesetzte Tendenz aufweisen,

3. bei einem Geldwerte mit steigender Tendenz dieselbe oder die entgegengesetzte Tendenz aufweisen.

ad 1. Im ersten Falle wird die Abweichung des Wechselkurses von der Parität Kräfte auslösen, die das stabile Gleichgewicht herzustellen bestrebt sind.

ad 2. Im zweiten Falle wird der gesunkene Geldwert in Richtung der Bildung einer neuen Kaufkraftparität wirken, da der Kurs nicht die entsprechende Veränderung erlitten hat, sondern im höheren oder geringeren Maße als der Geldwert gesunken ist. So werden hier gegenseitige Beeinflussungen verschiedener Art hervorgerufen. Ein Sinken des Wechselkurses unter das Niveau der Kaufkraftparität fördert die Warenausfuhr und hiermit die günstige Konjunktur, die bereits durch den sinkenden Geldwert verursacht wurde. In der Verteuerung der Einfuhrartikel, so wie in den gestiegenen Binnenpreisen offenbart sich der Sturz des Geldwertes, der den Staat, zwecks Deckung seiner nominell gestiegenen Ausgaben weitere inflationistische Mittel anzuwenden zwingt. Dagegen wirkt die Aktivisierung der Handelsbilanz ihrerseits hemmend auf die sinkende Tendenz der Wechselkurse.

Ein stabiler oder steigender Wechselkurs bei einem sinkenden Geldwerte hemmt die Ausfuhr und hiermit die Inflationskonjunktur, fördert die Einfuhr und übt eine verbilligende Tendenz aus, die dem Staat die Möglichkeit gibt, zur Sanierung seiner Finanzen zu schreiten. Andererseits nimmt die Handelsbilanz einen passiven Charakter an, und eine Kapitalwanderung nach dem Auslande findet statt. Diese Vorgänge haben die Neigung den Wechselkurs zu drücken. Es wird deswegen in diesem Falle schwer zu entscheiden sein, ob die von der Kaufkraftparität ab-

weichenden Wechselkurse sich ihr nähern werden oder umgekehrt die Kaufkraftparität dem veränderten Wechselkurse entsprechend ein neues Niveau annehmen wird.

ad 3. Der dritte Fall ist der Fall der Deflation. Die spontane Deflation, die ein Ergebnis der Liquidierung der inflationistischen Tätigkeit des Staates ist, wirkt in der Richtung der Bildung einer neuen Kaufkraftparität, der sich die Wechselkurse anzupassen haben. Aus oben erwähnten Gründen, kann aber der Wechselkurs der Tendenz entgegen laufen oder ihr vorauseilen. Es ist wichtig zu betonen, daß es sich nicht um Wechselkursbewegungen an und für sich handelt, sondern um ausdrückliche Abweichungen von der Parität. (Ob man die Kaufkraftparitäten statistisch erfassen kann, um Abweichungen der Wechselkurse festzustellen, ist dabei unwesentlich; die theoretische Möglichkeit der Abweichung ist jedenfalls gegeben). Ein Wechselkurs mit sinkender Tendenz wird eine Exportprämie schaffen, den Konjunkturaufschwung hemmen und die Preise nicht sinken lassen. Man muß dabei berücksichtigen, daß die spontane Deflation die Kehrseite der Stabilisierung ist, mit ihr organisch verwachsen und demselben Schicksal preisgegeben. Wird sie gehemmt, so ist die Liquidierung der Inflation nicht durchführbar. Allerdings ist theoretisch anzunehmen und auch in der Praxis zu beobachten, daß eine Situation, die dem Staate die Möglichkeit gibt, zur Sanierung zu schreiten, nicht geeignet ist, eine sinkende Wechselkursbewegung hervorzurufen. Im Gegenteil, die voraussichtliche Geldwerterhöhung wird in den sensiblen Wechselkursen frühzeitig berücksichtigt werden. Die Wechselkurse werden der Bewegung der Kaufkraftparität vorauseilen und die Stabilisierungskrise frühzeitig hervorrufen, sie fördern und vertiefen. Die Wirkung der letzteren auf den Zahlungsverkehr wird nicht ausbleiben, die Wechselkurse werden in ihrem Steigen gehemmt bis sie mit den Paritäten zusammenfallen. Die obigen Betrachtungen lassen darauf schließen, daß es oft unmöglich ist zu bestimmen, ob (wie Keynes es hervorhebt)[6], die Wechselkurse sich den Kaufkraftparitäten oder die Kaufkraftparitäten den Wechselkursen nähern. Und, was bedeutungsvoller ist, daß die Wechselkurse für die Liquidierung einer Infla-

---

6. a. a. O. S, 99,

tion und die Gestaltung des Geldwertes von größter Bedeutung sind. Charles Rist[7] äußert sich dazu mit Recht ziemlich resolut, indem er sagt, daß „la hausse du taux de l'escompte ou celle du change sont des facteurs bien plus efficaces pour assurer la baisse des prix, que la réduction directe de la circulation par retrait des billets." Es bleibt noch zu berücksichtigen, daß eine ungünstige Gestaltung der Wechselkurse meistens nicht auf Conto der Geldzahlungen, die im Auslande zu leisten sind, gesetzt werden muß, abgesehen natürlich von der Spekulation, die sich ja nur dann durchsetzen kann, wenn die objektiven Verhältnisse in dieselbe Richtung hinlenken, in die sie sich zu engagieren pflegt. Insofern ist oft eine Sanierung der Finanzen nur dann überhaupt möglich, wenn der Schuldendienst im Auslande so geregelt ist, daß er nicht mehr als Schrecken des Zahlungsverkehrs fungiert.

Die bedeutende Wirkung, die der intervalutarische Kurs auf die Gestaltung des Geldwertes und die Liquidierung der Inflation auszuüben vermag, zwingt den Staat Maßnahmen zu treffen, um den objektiv ungerechtfertigten Wechselkursabweichungen einen Riegel vorzuschieben. Theoretisch interessanter sind die Maßnahmen geldpolitischer Natur, die einerseits auf den Zahlungsverkehr, andererseits auf den Geldwert eine Wirkung ausüben. Man muß dabei in erster Reihe, abgesehen von der sogenannten Devisenpolitik, die Saisoneinflüssen und Spekulationsauswüchsen mit Erfolg begegnen kann, an die Diskontpolitik der Zentralnotenbanken denken.

III. Als die herrschende Währung in den meisten Ländern eine Goldwährung war, spielte die Diskontpolitik bei der Regulierung des Wechselkurses eine bedeutende Rolle. Ihr Einfluß war ein doppelter. Erstens wirkte sie unmittelbar auf die Gestaltung des Zahlungsverkehrs, zweitens mittelbar durch die Einwirkung auf die Inlandspreise. Die Wechselkursschwankungen bei Goldwährung tragen überhaupt einen ganz anderen Charakter als bei Papierwährung. Die Abweichungen von der Parität sind im ersten Falle in den sehr engen Grenzen der Goldpunkte gehalten. Die ungünstige Tendenz der Wechselkurse äußert sich dabei in einem Abfluß des Goldes aus dem Lande oder genauer aus dem Zentralbankinstitut dieses Landes. Die Leitung dieses Instituts sieht sich gezwungen, den Diskontsatz zu erhöhen und die Kreditgewährung einzuschränken. Diese Maßnahmen wirken sich

7. Charles Rist a. a. O. S, 117,

nur sehr langsam und allmählich aus. Keynes[8] äußert sich hierzu folgendermaßen: „Wo der Mangel des Gleichgewichts nur auf Saisonschwankungen beruhte, war dies ein uneingeschränkter Vorteil. Denn es war viel besser, daß sich zwischen der flauen und der geschäftigen Jahreszeit ausländische Guthaben hin- und herbewegten, als daß die Preise auf- und nieder gingen. Aber wo er mehr auf dauernden Ursachen beruhte, mochte der Ausgleich auch vor dem Kriege unvollkommen gewesen sein, denn die Anziehung von Auslandsanleihen, mochten sie auch das Gleichgegewicht für den Augenblick wiederherstellen, konnten den wahren Ernst der Lage verdunkeln usw." Auch Philippovich schreibt: „Ob durch die Verwaltungsregeln bei dauernd ungünstiger Zahlungsbilanz ein Kurs in engen Grenzen ohne zu große Opfer für Bank und Staat aufrechterhalten werden kann, ist zweifelhaft." Keynes glaubt, daß heute die Goldreserven in gefährlicher Weise vermindert werden können, ehe die kompensierenden Kräfte Zeit zum Wirken hätten.

Dagegen ist eine Grenze für das Sinken oder Steigen der Wechselkurse der Papierwährungen nicht gegeben, und die veränderten Kurse üben ihre Wirkung auf die Güterpreise sofort und unmittelbar aus. Natürlich kommen dabei die international gehandelten Warengruppen in Frage, die dann ihrerseits auf die Gestaltung des allgemeinen Preisniveaus wirken. Dies bewirkt auch, daß Saisonschwankungen und zufällige Kursabweichungen das innere Preisniveau hin und hertreiben. Zur Bekämpfung dieser unerfreulichen Erscheinungen dient die sogenannte Devisenpolitik, welche darin besteht, daß die Notenbank Guthaben im Auslande hält, auf welche sie, wenn Mangel an Devisen im Verhältnis zur Nachfrage vorhanden ist, Wechsel zieht, die sie dem Markte abgibt. Die Aenderung des Diskontsatzes, die bei einer Goldwährung notwendig war, um überhaupt die Zahlungsbilanz mit dem Mechanismus der inneren Preisgestaltung irgendwie zu verknüpfen, ist infolge der unmittelbaren Wirkung der veränderten Wechselkurse der Papierwährungen auf die Preise nunmehr überflüssig.

Inwieweit die Diskontpolitik den Geldwert und das innere Preisniveau und als natürliche Folge die Kaufkraftparitäten, sowie die Wechselkurse zu beeinflussen vermag, ist im vorigen Kapitel untersucht worden.

8. Keynes a. a. O. S, 164,

Sechstes Kapitel:

Die englischen Währungsverhältnisse nach dem Kriege.

I. Die spezifischen Bedingungen der Inflation eines Landes bilden die Grundlagen seiner Währungsrestitutionsmaßnahmen, so daß zu ihrem Verständnis notwendig ist, sich diese Bedingungen zu vergegenwärtigen. England deckte seine Kriegsausgaben auf zwiefache Weise: auf dem Wege der Steuererhebungen und der Aufnahme von Anleihen im In- und Auslande. Nach den Berechnungen von E. Holdens[1] (Direktor der London Joint City and Midlandbank) betrugen die Gesamtkosten vom 1. April 1914 bis zum 31. Dezember 1918 8148 Millionen Pfund. Nimmt man als Abschluß der Kriegskostenrechnung das Ende des Rechnungsjahres 1918—19 (31. März 1919), so gelangt man zu einer Summe der Gesamtausgaben einschließlich der Vorschüsse an die Verbündeten von 9793,2 Mill. Pfund.[2] Auf dem Steuerwege wurden ungefähr 2700 Mil. aufgebracht, der Rest wurde durch Anleiheaufnahmen gedeckt. Die Auslandsanleihen betrugen am 31. März 1920 1278 Mil. nominell. Die innere Verschuldung Englands erreichte die Summe von 6,2 Milliarden Pfund.

Die Beibehaltung der Goldwährung bei der Durchführung dieser gewaltigen Kriegsfinanzierungen konnte schwerlich gelingen. Schon bei Kriegsausbruch hielt man es für nötig, das Bankgesetz von 1844, wonach der ungedeckte Umlauf der Noten der Bank of England streng fixiert war, zu suspendieren. Der freie Umtausch der Noten in Gold wurde zwar beibehalten, aber durch eine Reihe von Maßnahmen zu einer Fiktion herabgedrückt. Andererseits bekam das Schatzamt das Recht, sogen. Notstandsnoten zu ein Pfund und zu zehn Schilling auszugeben, die als gesetzliche Zahlungsmittel gelten sollten. Diese Currency notes

1. Economist, 1. 2. 19 S. 142
2. Dr. Robert Knaus, Die deutsche, engl. und franz. Kriegsfinanzierung.

sind eine der wichtigsten Erscheinungen der englischen Währungspolitik während des Krieges. Sie wurden zuerst als eine Art Emergency Currency gedacht, als eine Hilfe für „den ersten Gelddurst des Kapitalmarktes“[3]. Sie sollten außerdem die Mobilisierung der staatlichen Guthaben bei der Bank of England ermöglichen, ohne ihre private Tätigkeit einschränken zu müssen, oder sie zu zwingen, ungedeckte Banknoten zu emittieren, d. h. mit anderen Worten, der Regierung wurde dadurch die Möglichkeit gegeben, Mittel zur Deckung der Kriegskosten, die sie nicht sofort aufbringen konnte, auf diese Weise flüssig zu machen. Außerdem sollte sie die Konzentrierung des Goldvorrates des ganzen Landes bei der Bank von England ermöglichen. Gleich bei Kriegsausbruch benutzten die Banken die Gelegenheit und verlangten annähernd 10—11 Millionen Pfund Currency Notes. Dies war eine Kreditaufnahme, die zum jeweiligen Bankzins verzinst wurde. Eine Uebersicht über die Entwicklung des Umlaufs und der Deckung der Currency Notes zeigt, daß die Ausgabe der Noten auf Grund von Bankdarlehen bald aufgehört hat und bedeutungslos gegenüber dem Kreditbedarf des Staates wurde. Die Currency Notes erfüllten auf diese Weise gut die erste Aufgabe, den englischen Banken in der kritischen Zeit des Kriegsbeginns die nötigen Barmittel zu verschaffen, um später hauptsächlich den finanziellen Zwecken zu dienen. Man braucht sich den Vorgang nicht so vorzustellen, daß der Staat diese Barmittel unmittelbar für seine Zwecke in Anspruch nahm und sie dem Verkehr aufdrängte. Es ist anzunehmen, daß der Verkehr bei den steigenden Preisen diese Barmittel benötigte und durch die Banken an sich zog. Dabei brauchten die Banken nicht das kostspielige Mittel der Kreditaufnahme zur Erlangung dieser Currency Notes anzuwenden, sondern ließen einfach dieselben von ihren Guthaben bei der Bank von England abheben[4]. Diese Guthaben entstanden aber durch Uebertragung in den Büchern der Bank of England der Regierungsdepositen auf die Conti der Banken. Die Summen, die in der Bank of England der Regierung zur Verfügung standen, waren in der Hauptsache Vorschüsse der Bank an den Staat in Form von Ways and Means Advances. Diese Art der

3. R. Will, Die schwebenden Schulden der europäischen Großmächte.
4. G. von Schulze-Gävernitz, Die englische Kreditpolitik S. 16.

Kreditaufnahme seitens des Staates kannte England schon seit dem Jahre 1867. Sie war als Verwaltungsschuld gedacht, und die Bank of England konnte sie aus eigenen Mitteln decken. Im Kriege konnte aber die Bank of England diese gewaltig gestiegenen Summen nicht auf eigene Rechnung gewähren und kompensierte sie durch Currency Notes, die sie auf Grund der Ways and Means Advances erhalten konnte. In diesem Augenblick wurde die rein geldschöpferische inflationistische Wirkung der Ways and Means Advances besiegelt. Charles Rist[5] glaubt unterstreichen zu müssen, daß die Ways and Means Advances zeitweise stiegen um wieder zu fallen, ohne eine dauerhafte Wirkung auszuüben. Nur in dem Augenblick, als eine Vermittlung der Banken hinzukam, die zu einer Emission von Currency Notes führte, wirkten sie definitiv inflatorisch. Nun, im first intermis Report des Cunliffs-Comittes wird dieser Vorgang der inflationistischen Wirkung der Ways and Means Advances sehr drastisch geschildert.[6] Von Jahr zu Jahr stieg der Betrag, den die Regierung auf diesem Wege für sich in Anspruch nahm, der Ausbreitung der Kreditinflattion immer mehr Raum gewährend. Die Banken wandten sich an die Bank of England nach Currency Notes nur dann, wenn der Verkehr sie brauchte. Und er brauchte sie immer mehr, entsprechend der Preissteigerungen unter dem Einfluß der Kreditinflation. Die Currency Notes waren nicht die Ursache der inflationistischen Preissteigerung, sondern ihre natürliche Folge. Der englische Staat deckte einen gewissen Teil seiner Kriegsausgaben durch Ausnutzung des mächtigen Kreditapparates Englands auf dem Wege einer Kreditneuschöpfung, die Bargeldschöpfung war eine notwendige unmittelbare Folgeerscheinung dieser staatlichen Politik. Einen Teil der Kaufkraft der Bevölkerung versuchte der Staat an sich zu ziehen durch die Aufnahme einer schwebenden Schuld in Form von Treasury Bills. Das sind kurzfristige nicht über ein Jahr lautende Schatzwechsel, die zu einem festgesetzten Zins emittiert werden. Diese Treasury Bills waren sehr beliebt und mit Ausnahme einiger Perioden fleißig gezeichnet worden. Nach dem Kriege erreichten sie die Summe von über 1100 Mil. Pfund. Ihre große inflationistische Gefahr bestand darin, daß der Inhaber

5. A. a. O. S. 14.
6. Siehe Zitate oben S. 17.

sie nach ganz kurzer Zeit bei der Fälligkeit flüssig machen und in Zahlungsmittel verwandeln konnte.

II. England, das Land der klassischen Nationalökonomie und das Finanzzentrum der Welt, hat rechtzeitig die Wichtigkeit und Bedeutung geordneter Finanz- und Währungsverhältnisse erkannt und frühzeitig versucht, die Maßnahmen zu treffen, die notwendig sind, um das Finanz- und Währungsgefüge zu befestigen. Schon am Anfang des Krieges hat Lloyd George in einer Rede ausdrücklich betont, daß aus „psychologischen, politischen, finanziellen, moralischen und wirtschaftlichen" Gründen der Krieg „soweit möglich mit Steuern finanziert werden müsse". Die Quarterry Revue hebt im Oktober 1915 hervor, als in New York das Pfund gerade auf 4,50 fiel, daß der Sturtz der Währung eine genau so große Niederlage wie der Fall Warschaus ist und unterstreicht die unbedingte Notwendigkeit der Rückkehr zum Pari-Stand. Nikolsen macht aus demselben Anlaß darauf aufmerksam, daß das Volk noch ein Steigen der Preise als Folge des Krieges sich gefallen lassen wird, daß aber jedes spezifische Fallen des Pfund Sterling von schwerwiegenden Konsequenzen sein kann. Schon im Jahre 1917 hatte das englische Schatzamt und der Minister für Wiederaufbau einen Ausschuß eingesetzt, der „die verschiedenen Fragen prüfen sollte, die während der Zeit des Wiederaufbaues im Zusammenhang mit der Währung und den fremden Wechselkursen auftauchen würden, und über die Schritte berichten sollte, mit denen sich zur gehörigen Zeit der regelrechte Zustand herstellen läßt[7]". Diesem Ausschuß gehörten eine Reihe Praktiker und Theoretiker unter dem Vorsitz von Lord Cunliffe, dem Gouverneur der Bank of England, an. Unmittelbar vor dem Waffenstillstand veröffentlichte dieser Ausschuß seinen ersten Bericht, in dem mit einer bewundernswerten Klarheit und Präzision die Währungsvorlage vor und während des Krieges geschildert wurde und Maßnahmen empfohlen wurden, die die Restitution der englischen Goldwährung gewährleisten sollten. Der Grundgedanke des Berichts ist der Ausdruck der Notwendigkeit zu einer vollwirksamen Goldwährung zurückzukehren. Ob man dabei eventuell an einen anderen Münzfuß denken sollte, ist mit keinem Worte erwähnt. Natürlich nicht aus Nachlässigkeit, sondern haupt-

7. Hans Hirschstein a. a. O. S. 5.

sächlich deswegen, weil man unter Währungsgesundung ausschließlich die Restitution der alten englischen Goldwährung verstand. Nach der Schilderung der Währung vor dem Kriege gibt der Bericht ein Bild der inflationistischen Erscheinungen des Krieges, die die Goldwährung zerstörten. Im Angelpunkt dieser Erscheinungen steht für den Ausschuß die große Ausdehnung des Kreditis, die zu einer starken Vermehrung der Kaufkraft der Bevölkerung führte und zu einer unvermeidlichen Ausgabe von ungedecktem Papiergeld. „Ehrlich gesagt, konnten derartige Notenausgaben nicht vermieden werden, wenn die Notwendigkeit vorlag, dem Staate zwecks Bezahlung der Kriegsausgaben Bankvorschüsse zu gewähren. Wären sie nicht erfolgt, dann wären die Banken nicht in der Lage gewesen,, die gesetzlichen Zahlungsmittel zu erhalten, mit denen sie die Schecks einlösen mußten, die ihre Kunden zwecks Barzahlung auf sie zogen. Die unbegrenzte Ausgabe von Notstands-Noten im Austausch für Vorschüsse der Bank von England ist gleichzeitig eine Folge und eine wesentliche Vorbedingung des Vorgehens zu dem sich der Staat bei der Deckung seiner Kriegsausgaben entschlossen hat."[8] Um aber die Rückkehr zu einer gesunden Geldlage zu ermöglichen, ist es notwendig, das Grundübel zu beseitigen, die Kreditinflation auf Grund der staatlichen Entleihungen. Mehr als das: „Eine Hauptbedingung für die Wiederherstellung einer gesunden Wirtschaft ist die Tilgung eines großen Teiles der ungedeckten Verbindlichkeiten des Staates gegenüber den Banken." Die inflationistische Gefahr einer Vermehrung von Currency Notes auf Grund von Regierungssicherheiten würde damit gebannt sein. Nun bliebe noch die Möglichkeit einer Neuemission derselben auf Grund erhöhter Leihtätigkeit der Banken. Um dieser Möglichkeit vorzubeugen, (was zwar auf dem Wege der Diskontpolitik möglich wäre, „aber es ist sehr unerwünscht, die ganze Verantwortung dafür in das Belieben der Banken zu stellen, umsomehr als diese in der erwähnten Angelegenheit sehr scharfem Druck ausgesetzt sein werden"), ist es notwendig, die Ausgabe der Currency Notes gesetzlich zu beschränken. Für die Uebergangszeit schließt sich der Ausschuß dem Vorschlage an, den wirklichen Höchstbetrag des ungedeckten Noten-

8. Hans Hirschstein, a. a. O.

umlaufes eines Jahres zum gesetzlichen Höchstbetrage des nächsten Jahres werden zu lassen. Unter ungedeckten Noten werden hier die Currency Notes verstanden, die auf Grund von Staatssicherheiten emittiert worden sind. Mit der Gründung eines Fonds zwecks Rückzahlung der schwebenden Schulden und der Ways and Means Advances und bei einer darauffolgenden jährlichen Herabminderung der Verbindlichkeiten ist es möglich, den ungedeckten Teil der Currency Notes auf einen Betrag herabzumindern, der mit einer Goldrücklage von hundertfünfzig Millionen Pfund bei der Ausgabe-Abteilung der Bank zu vereinbaren ist. Dann sollen die Currency Notes zurückgezogen werden. Von einer Goldrücklage von 150 Mil. Pfund spricht der Ausschuß deshalb, weil er den gesamten Goldbetrag des Landes bei der Bank of England zu konzentrieren empfiehlt. Im übrigen plädiert der Ausschuß für volle Aufrechterhaltung der Grundlinien des Bankgesetzes von 1844; allerdings mit der wichtigsten Ausnahme der Beibehaltung des Abschnittes 3 des Währungs- und Banknotengesetzes von 1914, der die Bank von England ermächtigt, mit Genehmigung des Schatzamtes zeitweilig Scheine über die gesetzliche Grenze hinaus zu emittieren.

In Bezug auf die letzten Punkte muß darauf hingewiesen werden, daß der Ausschuß ihnen diese Formulierung verliehen hat im Gegensatz zu den Meinungen bedeutender englischer Geld- und Bankspezialisten, wie z. B. Withers, dem Redakteur des Economist und Sir Edward Holden. Besonders der letzte, Präsident der London City and Midland Bank, war eifriger Gegner der Goldkonzentration bei der Bank of England und befürwortete eine Vereinigung der beiden (Issues und Banking) Departements der Bank und eine Aenderung der Notenausgabe nach ungefähr deutschem Muster. (Rede auf der Generalversammlung der Londoner Joint City and Midland Bank am 29. Januar 1919. Bankers Magazin Märzheft 1919). Wir übergehen diese an sich recht interessanten Auseinandersetzungen, weil sie für die Zwecke dieser Arbeit, die Untersuchung der Deflation in England, nicht von Belang sind.

Zusammenfassend ist zu sagen, daß der Cunliffeausschuß mit Recht die inflationistische Wirkung, der schwebenden Schuld besonders hervorhebt. Die Heilung sah er in einer Abstoppung der Inflation und Ergreifung von Deflationsmaßnahmen, die in einer Rückzahlung der schwebenden Schulden und darauf folgen-

der Verminderung des ungedeckten Currency Notenbetrages, sowie einer entsprechenden Diskontpolitik bestehen sollten. Der Ausschuß hat bei der Untersuchung den inneren Geldwert und den Binnenwert des Geldes im Auge gehabt, ohne das Problem des Wechselkurses gründlich zu untersuchen. Rein theoretisch ist dieser Weg auch der einzig richtige und im übrigen ist zu berücksichtigen, daß zu jener Zeit die Probleme des Wechselkurses nicht akut waren, weil das Pfund künstlich stabil war. Interessant ist, daß der Ausschuß die ökonomischen und sozialen Auswirkungen seiner Maßnahmen nicht in Betracht zog, obwohl er sich ihrer Tragweite wohl bewußt war. Darauf lassen der Hinweis auf die Bereitstellung billigen Geldes während der Zeit des Wiederaufbaues[9] und die Andeutung des scharfen Druckes, unter welchem die Banken in der Frage der Erweiterung ihrer Leihtätigkeit sich befinden werden, schließen. Nun, die Aufzählung dieser unvermeidlichen Unannehmlichkeiten würde der Sache wenig dienlich sein; auch wenn der Ausschuß sich dessen klar bewußt gewesen wäre, hätte er von seinem Plan nicht abweichen können. Allein schon die Abstoppung der Inflation, deren Notwendigkeit wohl über jeden Zweifel erhaben ist, ist krisenschwanger. Der Weg der Währungsgesundung ist eben unvermeidlich mit Konjunkturopfern gepflastert

III. An die Erfüllung der Prinzipien des Cunliffeausschusses konnte England unmittelbar nach dem Kriege schwerlich herantreten. Die Grundlage des Cunliffeprogramms — die Balancierung des Etats und die Liquidierung der schwebenden Schuld — mußte in der Zeit nach dem Waffenstillstand auch fast unüberwindliche Schwierigkeiten stoßen. „Mit Unterzeichnung des Friedens schwanden nicht gleich die riesenhaften kostspieligen Verwaltungsapparate, die zur Organisation des Krieges geschaffen worden waren. Das Heer war noch nicht gleich demobilisiert, Lieferungsverträge, die die Regierung abgeschlossen hatte, konnten nur mit Verlusten annulliert werden. Eisenbahn und Schifffahrt standen in staatlicher Verwaltung und verlangten große Zuschüsse. Die Zwangsbewirtschaftung der lebenswichtigen Güter, ob sie sich nur auf Produktion oder Verteilung, oder beides er-

9. Hans Hirschstein, a. a. O. Abschnitt 20 und 21.

streckte, war kostspielig, ebenso wie die künstliche Preisbeeinflussung zur Aufrechterhaltung von Höchstpreisen, die Arbeitslosenunterstützungen usw."[10] Andererseits zeigte sich der vom Cunliffeausschuß vorausgesehene große Geldbedarf der Wirtschaft im vollen Lichte. Das Land stand im Zeichen einer Scheinkonjunktur, unter stürmisch steigenden Preisen und großem Kreditbedarf, der den Diskontsatz in die Höhe trieb. Das Kreditangebot hatte sich eher erhöht als vermindert, von staatlicher Kreditdeflation konnte keine Rede sein, allein die Kreditnachfrage war noch höher. Der Großhandelspreisindex zeigt im Laufe des Jahres 1919 eine Steigerung von 217 (30. März 1919) bis 325 (10. März 1920) (Preisindex des Economist). Ende 1919 erreichte die Emission der ungedeckten Currency Notes die Höhe von 323,5 Mil. Pfund. Auch die schwebende Schuld hatte sich eher vermehrt als vermindert.

Die drei Hauptmaßnahmen, die zu treffen waren, um einer Währungsgesundung näher zu kommen, sind nicht in vollem Umfange gelungen.

a) Die Balancierung des Budgets für das Jahr 1919—20 ist nicht zustande gekommen. Das Jahr schließt mit einem Defizit von 320 Mil. Pfund.

b) Der Versuch, einen Teil der schwebenden Schuld zu konsolidierung durch die Ausgabe der Funding Loan enttäuschte die Regierung und die öffentliche Meinung. Es wurden nur 400 Mil. Funding Loan gezeichnet, die ungefähr dem Jahresdefizit entsprachen. Allerdings wurden zur selben Zeit auch Victory Bonds in Höhe von 300 Mil. Pfund gezeichnet, so daß eine gewisse qualitative Verbesserung der Schuldtitel in der Tat stattgefunden hat.

c) Die Emission der Currency Notes wurde für das Jahr 1920 so geregelt, daß die Höchstgrenze des ungedeckten Notenbetrages auf 320 Mil. Pfund festgesetzt wurde. Die Einhaltung dieser Regelung gelang in diesem Jahre nur mit Hilfe buchmäßiger Kunstgriffe, indem aufgerufene, aber noch nicht eingezogene Noten nicht mehr als im Umlauf befindliche gebucht wurden.

Im großen ganzen zeichnete sich doch das Jahr 1919—20 in finanzieller Hinsicht durch die Anstrengungen aus, die Inflation

---

10. Lehmann, Die englische Währungsrestitution. Berlin S. 28.

zu unterbinden. Zu einer vollen Abstoppung kam es nicht, aber man war auf dem besten Wege dazu, fest entschlossen, ihre Liquidierung in Angriff zu nehmen. (Man beachte die Anti-Waste-Movement, die überall großen Anklang fand.) Dagegen steckte die Wirtschaft voll und ganz in einer inflationistischen Scheinkonjunktur. Die während des Krieges aufgespeicherte nominelle Kaufkraft und die große Nachfrage, die eine Nachkriegszeit mit sich bringt, trieben die Preise in die Höhe und verursachten eine große Wirtschaftsblüte, die sich unter anderem in einer starken Kreditspannung zeigte. Diese günstige Konjunktur mit ihrem steigenden Preisniveau konnte von Dauer nur dann sein, wenn die allgemeine Kaufkraft auf inflationistischem Wege immerfort erhöht wurde. Das war aber nur in geringem Maße der Fall, und die Sturmzeichen eines Umschwunges zeigten sich sehr bald. Die Diskontsätze stiegen immer weiter und erreichten die Höhe von 7 %. Einige Deflationsversuche auf die Kerschagl[11] hinweist, übten deswegen auf dem Geldmarkte eine so unangenehme Wirkung aus, weil die Geldknappheit auch ohnehin sehr erheblich war. In der zweiten Hälfte des Jahres 1920 tritt der Umschwung ein. Gefördert wurde er a) durch die vollkommene Abstoppung der Inflation seitens der Finanzverwaltung. Es gelang den Etat des Jahres 1920/21 ohne Defizit abzuschließen und sogar einen Ueberschuß von ungefähr 200 Mil. Pfund zu erzielen, den man zur Schuldentilgung verwenden konnte. b) Diese Besserung der Finanzlage ging Hand in Hand mit der Erhöhung einiger Steuersätze, darunter der Exceß Profits Duty, der englischen Kriegsgewinnbesteuerung, die von der Wirtschaft schwer empfunden worden ist. c) Auch durch Einflüsse von der Warenseite. Eine gewisse Rolle spielte dabei der Staat, der die riesigen Bestände von Kriegsmaterial abstieß, ungefähr für 230 Mil. Pfund (dieses Geld spielte eine bedeutende Rolle für die Ausbalancierung des Etats), zu manchmal lächerlich billigen Preisen, die die Wirtschaft sehr unangenehm empfand. Bedeutend wichtiger war die Tatsache, daß die ungünstige Konjunktur einen internationalen Charakter hatte. In mehreren Ländern, darunter hauptsächlich in den Vereinigten Staaten, wohl als Folge derselben Ursachen wie in England, kam es zu Absatzstockungen, Betriebs-

11. Die Geldprobleme von heute, München 1922.

stillegungen und Arbeitslosigkeit. Das hemmte den Außenhandel gewaltig und trug mit zur Vertiefung der Krise bei.

Die Krise bedeutete die unumgängliche Liquidierung des aufgeblähten inflationistischen Preisniveaus und sie wurde akut, sobald die Inflation abgestoppt war. Die Krise des Jahres 1921/22 trägt deutlich alle Zeichen einer spontanen deflationistischen Erscheinung. Es ist interessant zu verfolgen, welche Wirkungen die wirtschaftliche Situation auf die Finanzgebahrung des Staates ausübte. Die englische Finanzverwaltung nutzte in mustergültiger Weise die Möglichkeiten aus, die die Wirtschaftsdepression schuf, um die Währungsrestitution vollbringen zu können. Es handelte sich in erster Reihe um eine Verminderung der schwebenden Schulden, sowie um die Konsolidierung derjenigen Schulden, die in den nächsten Jahren rückzahlbar waren. Chamberlain versuchte schon im Jahre 1920 Treasury Bonds mit zwischen 5 und 7 % schwankenden Zinssätzen und einem Rückzahlungstermin bei einseitiger Kündigung frühestens nach 5, spätestens nach 10 Jahren zu emittieren. Anfangs war der Erfolg dieser Bonds minimal, nur nachdem die Wirtschaftsdepression große Kapitalbeträge freigelegt hatte, die die Wirtschaft nicht mehr in Anspruch nehmen konnte, blühte dieser Finanzoperation der Erfolg. Im Jahre 1921/22 betrug die Verkaufszunahme der Bonds 428 Mill. Pfund. Es war eine Periode sinkender Banksätze und es ist wichtig zu betonen, daß die Fundierung zu fortwährend sinkenden Geldsätzen vor sich ging. Die Regierung war vorsichtig genug, auf dem Wege der Kreditaufnahme die freigelegten Kapitalien für sich in Anspruch zu nehmen, ohne dabei die allgemeinen Tendenzen des Kapitalmarktes zu durchkreuzen und hierbei eine künstliche Wendung der Dinge herbeizuführen. Zur selben Zeit mußten auch die National Work Bonds zurückgezahlt werden, außerdem waren alle Schulden in Bonds (d. h. die nicht konsolidierten Schulden) vor den Kriegsanleihen fällig, und da man dem Lande nicht zumuten konnte, schon in den nächsten Jahren solche Riesensummen zu decken, nutzte man die günstige Geldkonjunktur aus, um eine Konversionsanleihe aufzulegen. Die Ergebnisse waren mit Hinblick auf das Ziel dieser Maßnahmen sehr befriedigend. Fast 200 Mill. Pfund Schuldtitel, die in den nächsten Jahren fällig waren, wurden in 1942/61 fällige umgewandelt.

Die Gesamthöhe der Verschuldung ist zwar dabei gestiegen, aber die Möglichkeit, den Zinssatz zu ermäßigen, bewirkte eine Verringerung des jährlichen Zinsbetrages um nahezu eine halbe Million Pfund. Diese Maßnahmen hatten natürlich zur Folge, daß eine eventuelle inflationistische Gefahr vollkommen gebannt wurde. Die Verminderung der schwebenden Schuld (die Ways and Means Advancys und Treasury Bills zeigen im Laufe der 3 Deflationsjahre eine Abnahme von 600 Millionen Pfund), bewirkte andererseits eine Verminderung des ungedeckten Currency Notes Betrages. Die Höchstsumme dieses Betrages wurde für das Jahr 1921 auf 317, für 1922 auf 310, für 1923 auf 270 und für 1924 auf 248 Millionen Pfund festgesetzt, und die tatsächliche Gestaltung dieses Umlaufs entsprach diesen Ziffern.

Im großen ganzen verminderte sich der Betrag der Zahlungsmittel, die die Kaufkraft der Bevölkerung repräsentieren, nicht sehr frappant. Charles Rist schätzt diese Verminderung in den Jahren 1921/22 auf ca. 7 % ein. Aber die Inflation war gebannt, die rückläufige Bewegung war im Gange, und man strebte mit mächtigen Schritten dem vom Cunliffe Ausschusse festgesetzten Ziele, der Wiederherstellung einer vollgültigen Goldwährung, auf dem von ihm angezeigten Wege rasch zu.

IV. Der Außenwert des Pfundes konnte während des Krieges zum New-Yorker Kurse von 4,76/79 ziemlich stabil gehalten werden, dank einer Reihe von Maßnahmen, die sehr kostspielig waren. Die Goldproduktion wurde mit Beschlag belegt, und das Gold nach den Gläubigerländern transportiert, ausländische Wertpapiere, die sich in englischen Händen befanden, wurden nach dem Auslande verkauft oder verpfändet. Mit dem Eintritt der Vereinigten Staaten in den Krieg vermehrte sich die große Kreditaufnahme Englands in Amerika ungeheuer, was eine günstige Wirkung auf die Gestaltung des Wechselkurses ausübte. Mit dem Abschluß des Krieges fielen diese regulierenden Momente fort, und das Pfund wurde gewissermaßen seinem eigenen Schicksale überlassen.

Abgesehen von der Bedeutung des inneren Geldwertes, üben den größten Einfluß auf die Gestaltung der Wechselkurse die drei Hauptposten der Zahlungsbilanz aus: der Warenverkehr, der Kapitalverkehr und der auswärtige Schuldendienst.

1. Von größter Wichtigkeit für das Königreich war die Regelung der Auslandsschuld und ihrer Zinslast. Rein bilanzmäßig sah die Auslandsverschuldung Englands gar nicht böse aus. Die Vorschüsse an die Verbündeten erreichten die Summe von 1568 Mill. Pfund und diesen gegenüber stand eine äußere Verschuldung von 1364 Mill. Pfund. Aber die Rückerstattung der Vorschüsse war in naher Zukunft nicht zu erwarten, die Auslandsschuld mußte dagegen schon aus Vertrauens- und Prestige-Gründen irgendwie geregelt werden. Den größten Anteil an dieser Auslandsverschuldung hatten die Vereinigten Staaten von Amerika. England schuldete an sie über eine Milliarde Pfund, davon waren 90 % Verpflichtungen an die amerikanische Regierung. Schon im Jahre 1919 zahlte die englische Regierung 163 Millionen Pfund zurück, hauptsächlich an die Neutralen, nahm aber dafür 77 Millionen Pfund in den Vereinigten Staaten von Amerika auf. Bis zum Jahre 1922 zahlte England 360 Mill. Pfund zurück auf dem Wege von Goldverschiffungen, Verkauf von ausländischen Wertpapieren und Realisierungen von Kriegsmaterial, das sich im Auslande befand. Im Jahre 1922 nahm England Verhandlungen mit den Vereinigten Staaten zum Zwecke der Fundierung der amerikanischen Schulden auf. Eine englische Kommission unter dem Vorsitz von Baldwin beriet mit der amerikanischen World war Foreign Debt Commission und einigte sich über den ganzen Fragenkomplex unter folgenden Bedingungen: Die Zinsen für die geschuldeten 4,07 Milliarden Dollar wurden für die Jahre 1915 bis 23 mit vier einhalb pro Hundert berechnet, so daß die Schuld Englands auf 4,6 Milliarden Dollar stieg. Diese nunmehr fundierte Schuld sollte mit 3 bezw. (nach 1932) $3^1/_2$ % verzinst werden. Die Hälfte der Zinsen der ersten 5 Jahre durften jeweils dem Kapital zugeschlagen werden. Die Amortisation erfolgte in jährlichen Raten, die fortwährend steigen, aber da sich die Zinszahlungen vermindern, erhöht sich die effektive jährliche Rate nicht und schwankt zwischen 161 und 180 Mill. Dollar. Dieses Abkommen, das an und für sich für England günstig war, verbürgte eine regelmäßige Gestaltung der Forderungsbilanz und eine Stetigkeit der Wechselkursbildung, die nunmehr von dieser Seite keine heftige Schwankungen zu erwarten hatte.

2. Die Einwirkung auf den Kapitalverkehr durch die Handhabung des Diskontsatzes, wie er vor dem Kriege normal und üblich war, stieß auf gewisse Schwierigkeiten.

Die Maschinerie des Diskontsatzes setzt einen mehr oder weniger stabilen Geldwert voraus, sowie eine normale Gestaltung des Kapitalzinses. Das aber war in den ersten Nachkriegsjahren in England nicht der Fall, so daß die Wirkung dieser sonst so wichtigen Maßnahme sich nicht in ihrem unmittelbaren Einfluß auf den internationalen Kapitalverkehr, sondern vielmehr auf die Gestaltung des inneren Geldwertes durch Einwirkung auf die Kreditgestaltung ausdrücken wollte. Vom Januar 1919 bis Januar 1921 bei permanent steigendem Diskontsatz fiel der Wechselkurs Londons in New York von 4,76 auf 3,54, um sich dann gerade bei fallenden Banksätzen wieder zu erholen. Es ist allerdings wichtig zu betonen, daß nicht der absolute Banksatz, sondern seine relative Höhe im Vergleich mit dem Ausland ausschlaggebend für die Gestaltung des Kapitalverkehrs ist. Und der Londoner Geldmarkt wies sehr selten mit den sonstigen Hauptplätzen (hauptsächlich mit New York) stark divergierende Geldsätze auf. Der Cunliffe-Ausschuß hat den Standpunkt vertreten, daß die Rückkehr zu normalen Währungsverhältnissen es erforderlich macht, daß die Nachfrage nach Gold bereitwilligst erfüllt werden soll, und als Voraussetzung dieser Möglichkeit die richtige Handhabung des Banksatzes betrachtet hat. Der Ausschuß hatte wahrscheinlich im Auge einen bereits stabilen inneren Tauschwert des Geldes und nur zeitweilige Divergenz zwischen dem in- und ausländischen Preisniveau. Die tatsächlichen Nachkriegsverhältnisse gestatteten aber die Durchführung dieses Teiles des Cunliffe-Programmes keineswegs; von einem freien Goldmarkte sowie einer Umwandlung der Banknoten in Gold konnte keine Rede sein. Einige Maßnahmen, wie Freigabe eines Teiles der Goldproduktion, wie die Genehmigung des Wiederexportes von importierten Golde, waren nicht imstande, eine dauernde und bedeutende Wirkung auf die Gestaltung der Zahlungsbilanz auszuüben.

3. Die Handelsbilanz spiegelte getreu die allgemeine Gestaltung der wirtschaftlichen Lage wieder und zeigt in den Deflationsjahren eine bedeutende Verminderung der Einfuhr und Ausfuhrgrößen. Die Passivität der Handelsbilanz wies eine abneh-

mende Tendenz auf, was auch teilweise dem Eingreifen des Staates zuzusprechen ist, wie z. B. der Anti-Dumping-Gesetzgebung. Die Passivität verschwindet ganz und gar, wenn man noch die sogenannte unsichtbare Einfuhr berücksichtigt, die aus Fracht, Versicherungs- und sonstigen Auslandsgewinnen besteht und die das Boad of Trade[12] für das Jahr 1920 auf 500, für 1921 auf 220, 1922 auf 325 Mill. £ schätzt, so daß nur das Jahr 1921 eine passive Zahlungsbilanz aufweist. Im großen und ganzen barg die Handelsbilanz in sich keine Kräfte, die die Gestaltung des Außenwertes des £ wesentlich beeinflussen könnten.

Die Deflation erhöhte den inneren Wert des £ und seine Kaufkraft, die nun ihrerseits eine neue Gestaltung des Außenwertes des £ mit sich brachte. Wir haben die Hauptposten der Zahlungsbilanz kurz gestreift, weil es nötig war, zu beweisen, daß sie nicht die entscheidenden Kräfte auslösten, die die Wechselkursbildung erklären könnten. Der Diskontsatz war zur Wirkungslosigkeit verurteilt, die Regulierung der Außenschuld bedeutete nur die Gewähr für eine natürliche und ungehinderte Gestaltung der Wechselkurse, und auch seitens der Handelsbilanz war kein sturz der Deflation zu erwarten.

V. Die maßgebenden Kreise Englands, des Landes, das die Quantitätstheorie großgezogen hat, waren sich des Einflusses der zusätzlichen Kaufkraft auf die Preisgestaltung voll und ganz bewußt. Es muß dabei von der Frage ganz abgesehen werden, ob zwischen der Höhe der Inflation und dem Preisindex eine strenge Proportion besteht oder nicht. Die Zahl der unbekannten Größen in dieser Gleichung ist groß: die Gestaltung der Umlaufsgeschwindigkeit, die thesaurierte Kaufkraft, die Wirkungen von der Warenseite. Bonnet[13] schätzt die Kaufkraft der gesamten möglichen Umlaufsmenge am Ende des Jahres 1913 auf 1273 Mill. £, diejenige am Ende des Jahres 1919 auf 2937 Mill. Das ergibt, die Proportion zwischen den beiden vorausgesetzt, einen Preisindex im Jahre 1919 von 230, 1913 = 100; allein diese Gegenüberstellung

12. Zitiert nach den Jahresberichten der Jahrb. f. Nationalökonomie u. Statistik.

13. G. E. Bonnet, La politique monétaire anglaise d'après guerre. Paris 1923. S. 36.

der Ziffern besagt nicht viel; ob eine genaue Untersuchung der einzelnen wirksamen Momente volle Klarheit schaffen könnte, ist zweifelhaft. Die Erfahrungen aus der Currency- und Banking Controverse geben bei dem gegenwärtigen Stand unserer Wissenschaft zu keiner übertriebenen Hoffnung Anlaß. Es bleibt die Tatsache bestehen, daß bei diesem Stande der Inflation eine Hochkonjunktur mit preiserhöhenden Tendenzen in Erscheinung tritt. Allein die Regierung und Finanzkreise Englands sahen sich nicht unmittelbar diesen Problemen gegenübergestellt. Sie erstrebten die Restitution der englischen Goldwährung in der Vorkriegsgestalt, was als Voraussetzung eine Abstoppung der Emission von ungedeckten Noten hatte, sowie die Notwendigkeit, ihren Betrag so weit herabzusetzen, daß er erfahrungsgemäß mit der Aufrechterhaltung der Goldwährung zu vereinbaren ist. Es war ein klar ausgesprochenes Programm einer Deflation, wobei die Möglichkeit vorausgesehen war, nicht den ganzen, während der Inflation emittierten zusätzlichen Notenumlauf beseitigen zu müssen. Es bleibt ein gewisser Rest der Inflation, ein „Résidu d'inflation", auf den Rist hingewiesen hat, der mit der veränderten ökonomischen Lage zu vereinen ist. Die Erfüllung des ersten Teiles des Programmes, der Abstoppung der Inflation, hat im Zusammenhang mit der Weltwirtschaftslage Verhältnisse geschaffen, die die Regierung durch zielbewußtes und vorsichtiges Handeln zu einer spontanen Deflation zu stempeln verstanden hat. Die spontane Deflation hat ausgereicht, um die Restitution der Goldwährung annähernd zu vollbringen, was selbstverständlich mit der Tatsache zusammenhängt, daß der Umfang der Inflation in England verhältnismäßig klein war und daß der Goldwert eine beträchtliche Einbuße erlitten hat. Die Regierung war nicht gezwungen, zwecks Durchführung der geplanten Deflation Maßnahmen zu treffen, die, abgesehen davon, ob sie überhaupt wirksam sein konnten, Wirtschaftserschütterungen hervorrufen mußten. Die schwere Wirtschaftskrise, die England doch durchzumachen hatte, war eine Stabilisierungskrise mit allen ihren innewohnenden deflationistischen Tendenzen, die die englische Regierung geschickt zwecks Restitution ihrer Währung ausgenutzt hat.

Siebentes Kapitel:

Die tschechoslowakischen Währungsverhältnisse in den Jahren 1919/1923

I. Die tschechoslowakische Währungspolitik setzte sich seit der Entstehung des tschechoslowakischen Staates die Schaffung einer nationalen, gefestigten und stabilen Währung zum Ziel, die dem jungen Staate ermöglichen sollte, sich politisch und wirtschaftlich zu konsolidieren. Die Tschechoslowakei, deren Selbständigkeitserklärung am 28. Oktober 1918 erfolgt ist, fand auf ihrem Gebiete die Kronenwährung der alten österreichisch-ungarischen Monarchie vor, die während des Krieges schwerwiegende Perturbationen durchgemacht hatte und sich im Zustande einer Zersetzung befand, wie sie alle europäischen kriegführenden Länder aufzuweisen hatten. Das Emissionsrecht in der alten Monarchie hatte die österreichisch-ungarische Bank, deren Banknoten Zwangskurse hatten und zu 40 % in Gold gedeckt sein mußten. Die Bank war nicht verpflichtet, ihre Banknoten in Gold einzulösen, mußte aber mit allen ihr zu Gebote stehenden Mitteln dafür Sorge tragen, daß der im Kurse der ausländischen Wechsel zum Ausdruck gelangende Wert ihrer Noten entsprechend der Parität des gesetzlichen Zinsfußes der Kronenwährung dauernd gesichert bleibt (Art. I der Statuten der österreichisch-ungarischen Bank), was ihr auch vorzüglich gelang. Die österreichisch-ungarische Regierung hatte außerdem das Recht von der Bank eine 5 %ige Steuer von denjenigen Banknoten zu fordern, welche über das Kontingent emittiert worden waren. Das Kontingent entsprach dem jeweiligem Goldschatz, vermehrt um 100 Mill. Kronen. Während des Krieges wurden die Statuten der österr.-ungarischen Bank, die die Deckung der Banknoten regulierten, außer Kraft gesetzt und die Bank wurde im gewaltigen Umfange zum Zwecke der Kriegsfinanzierung in Anspruch genommen. Die Bank erteilte große Darlehen an

die Staatsverwaltungen und war außerdem verpflichtet, Kriegsanleihen zur Hälfte ihres Betrages zu lombardieren, was die Bevölkerung in großem Umfange ausgenutzt hat. Dies alles bewirkte eine große inflationistische Banknotenvermehrung bei gleichzeitigem Sinken des Goldschatzes, der für Auslandskäufe benutzt wurde, sodaß am 26. Oktober 1918 der Banknotenumlauf 30,6 Milliarden Kronen erreichte und der Metallschatz auf 392,3 Mill. Kronen sank. Die neuen Männer der Tschechoslowakei waren entschlossen, eine weitere Inflation auf ihrem Gebiete mit allen Mitteln hintanzuhalten und Maßnahmen zu treffen, um die bereits erfolgte zu liquidieren. In erster Reihe wurden allen Filialen der österr.-ungarischen Bank in der Tschechoslowakei die Lombardierung von Kriegsanleihen verboten[1]. Als die Bank Noten, die auf 10000 Kronen lauteten, sowie einseitig bedruckte 25 und 200 Kronen Noten emittierte, verweigerte die Tschechoslowakei diesen Noten den Zwangskurs. Inzwischen wurde vom tschechoslowakischen Finanzminister Alois Rašin ein durchgreifender Plan vorbereitet, der die Konstituierung einer eigenen Währung bewerkstelligen und gleichzeitig eine durchgreifende Verminderung der zirkulierenden Geldmenge herbeiführen sollte. Es ist Rašin gelungen, schon Ende Februar in geheimen Sitzungen der Nationalversammlung ein Gesetz durchzubringen, welches die sofortige Abstempelung der Banknoten, die auf dem Gebiete der Tschechoslowakei zirkulieren, vorsieht. Die Abstempelung sollte durch einen Stempel erfolgen, welcher 1 % des Normalwertes der Noten betrug, weitere 50 % der vorgelegten Banknoten sollten gegen eine staatliche zu 1 % verzinsliche, gläubigerseits unkündbare, von Seiten des Staates jederzeit rückzahlbare Anleihe zurückbehalten und nicht mehr in Umlauf gesetzt werden. Rašin beabsichtigte eigentlich 80 % der Banknoten zurückzubehalten, um mit sofortiger Bildung einer Tschechenbank durch Aufnahme einer Anleihe im Auslande zu einer hinkenden Goldwährung so schnell wie möglich zu gelangen. Die gesellschaftliche Meinung sträubte

1. Diese Maßnahme war vermutlich aus nationalpolitischen Gründen gestattet. Die Tschechoslowakei wollte nicht die Haftung für die Schäden übernehmen, die der Bank durch Lombardierung von Kriegsanleihen entstehen konnten.

sich aber gegen diese radikalen Pläne aus Furcht vor einer schweren Krise, so daß Rašin sich mit dem Kompromiß vom 25. Februar begnügen mußte. Außer den Banknoten sollte auch auf gleiche Weise von den Girokonten bei den Filialen der österr.-ungarischen Bank auf dem tschechoslowakischen Gebiet und von den durch diese Filialen herausgegebenen Kassenanweisungen 50 % bei 1 %iger Verzinsung zurückbehalten werden. Die Löhne, die in diesen Tagen fällig waren, sowie ein Viertel der Monatsgehälter und Beträge bis 300 Kronen waren von der Zurückbehaltung frei. Wir übergehen hier die interessante technische Durchführung des Planes, die schwierig war und einige rigorose Maßnahmen erforderlich machte und wenden uns den Ergebnissen dieser Abstempelung zu. Es waren im ganzen 7436 Mill. Banknoten im Umlauf, die zur Abstempelung vorgelegt wurden. Die Giroconti betrugen 1616 und die Kassenscheine 468 Mill. Kronen. Im ganzen betrug der Umlauf 9520 Mill. Kronen. Davon wurden zurückbehalten an Banknoten 2134 Mill. Kronen und an Girokonten und Kassenanweisungen 647 Mill. Kronen, d. h. der Umlauf wurde um 29,5 % vermindert. Von nun ab hatten nur die gestempelten Banknoten gesetzliche Zahlungskraft, sowie die Scheine zu 1 und 2 Kronen, die von der Abstempelung frei waren, aber nur bis zum Betrage von 20 Kronen. Diese de facto vollzogene Trennung von der Währung Oesterreich-Ungarns wurde am 11. April 1919 gesetzlich festgelegt durch ein Gesetz, das den tschechoslowakischen Staat als den einzigen Münzherrn betrachtete, die Währungseinheit als tschechoslowakische Krone, abgekürzt Kč. bezeichnete und die abgestempelten Banknoten der österr.-ungarischen Bank in Staatsnoten verwandelte.

Wir haben bereits gesehen, daß die Abstempelung vom 25. Februar 1919 nicht nur die Aufrichtung des Hoheitsrechtes des Staates in Bezug auf seine Währungsgebahrung bezweckte, sondern auch Maßnahmen enthielt, die darauf hinausgingen, den Geldwert zu heben und die Inflation zu liquidieren. Der Finanzminister Rašin vertrat ein klar ausgesprochenes Deflationsprogramm indem er die Uebernahme der ungedeckten Banknoten durch den Staat befürwortete, so daß eine allmähliche Aufrichtung der Währung stattfinden sollte. Zu diesem Zwecke bereitete er eine

Vermögensabgabe vor, deren Erträge ausschließlich zur Uebernahme der Banknoten dienen sollten. Nachdem die Vorbereitungen getroffen waren, um eine Erfassung der Vermögen zu ermöglichen, wurde das Gesetz über die Vermögensabgabe am 8. April beschlossen. Das Gesetz sah eine Vermögensabgabe sowie eine Vermögenszuschußabgabe vor; das Vermögen mußte nach dem Stande am 1. Juni 1914 und am 1. März 1919 angegeben werden. Die Abgabe war zwölffach abgestimmt zwischen 1 bis 3 %, die Zuschußabgabe war noch viel differenzierter und schwankte zwischen 5 und 40 %. Für die Zwecke unserer Arbeit ist keine detaillierte Untersuchung des Gesetzes erforderlich, wir wollen nur darauf hinweisen, daß die Abgabe geleistet werden konnte:

a) in bar, b) mittels der auf die zurückgehaltenen Banknoten ausgegebenen Erlangsscheine, sowie der gesperrten Giroconti, Einlagen usw. c) durch pupillarsichere inländische Wertpapiere und u. a. mittels der beschlagnahmten Großgrundbesitzungen. Die Abgabe mußte binnen drei Jahren entrichtet werden[2].

Wie gesagt, bezweckte Rašin mit den Mitteln der Vermögensabgabe eine völlige Liquidierung des ungedeckten Staatsnotenbetrages. Als weiteres notwendiges Mittel in seinem Finanzplan folgte darauf die Bemühung einen Edelmetallschatz anzusammeln, der als Notendeckung dienen sollte. Zu diesem Zwecke wurde eine innere Edelmetallanleihe ausgeschrieben, die annähernd 11,5 Mill. Dollar eingebracht hat. Außerdem wurde die Ausfuhr von Valuten, Gold und Silber ohne Genehmigung verboten, und alle Bewohner der Tschechoslowakei wurden verpflichtet, fremde Noten und ausländische Wertzeichen der Devisenzentrale zum Kaufe anzubieten. Es wurden überhaupt wenig Mittel unausgenützt gelassen, man förderte die inländische Golderzeugung, nahm die Exportdevisen etc. in Anspruch, so daß der Goldschatz mit den Jahren sich erheblich vermehrte. Es war aber klar, daß eine schnelle Konsolidierung der Währung auf Goldbasis nur auf Grund einer ausländischen Goldanleihe möglich war. Die Aufnahme der Anleihe stieß aber in den ersten Jahren auf

2. Kloth, Die tschechoslowakische Währungspolitik. Berliner Diss. 1924, S. 22.

unüberwindliche Schwierigkeiten, so daß nur im Jahre 1924 die Goldanleihepläne eine greifbare Gestalt angenommen haben.

Die Stelle, die die vorläufige Staatsnotenwährung traf, war das Bankamt beim Finanzministerium, gegründet durch eine Verordnung vom 12. Mai 1919. Das Bankamt durfte Staatsnoten nur auf Grund einer bankmäßigen Deckung emittieren, und das Verhältnis zum Staate wurde so formuliert, daß es dem Staate erlaubt war, Wechsel zu diskontieren, wenn diese den für Diskont von Wechseln überhaupt festgesetzten Bedingungen entsprachen und daß für den Staat Zahlungen angenommen und geleistet werden durften, jedoch so, daß nach jedem Monatsabschluß der Saldo binnen einer Woche ausgeglichen werden mußte.[3] Man wollte eben, der antiinflationistischen Politik zufolge, jede Kreditgewährung an den Staat unmöglich machen.

Entsprechend den oben geschilderten Grundsätzen, wie sie Alois Rašin, der erste tschechoslowakische Finanzminister, aufgestellt hat, gestaltete sich die tschechische Währungspolitik bis zur jüngsten Zeit. Wenden wir uns an die tatsächliche Gestaltung und an die Ergebnisse dieser Politik.

II. Es ist grundsätzlich wichtig, festzustellen, daß die Inflation während des Krieges keine sofortige und unmittelbare Wirkung auf die Wirtschaftsgestaltung und die Preise auszuüben vermochte. Dies hängt hauptsächlich mit der Gestaltung der Wirtschaftsverhältnisse während des Krieges zusammen. Die freie Wirtschaft wurde während des Krieges so gut wie aufgehoben und eine gebundene staatliche Wirtschaft eingeführt die die Produktion und den Verbrauch kontingentierte und die Preisgestaltung von den sie konstituierenden Kräften des Angebotes und der Nachfrage losgerissen hat. Die erhöhte Kaufkraft der Bevölkerung konnte sich nur sehr mangelhaft auf die Preise auswirken, und in den Händen der Bevölkerung befanden sich große Geldbeträge, die größtenteils thesauriert und teilweise auch dem Staate geliehen wurden. Eine gute Illustration dazu ist die Gestaltung des Geldmarktes, der sich einer denkbar höchsten Geldflüssigkeit erfreute, so daß die Banken die Einlagen nur zu 1 % verzinsten. Mit dem Abschluß des Krieges fand nur allmählich ein Abbau der Kriegswirt-

3. Alois Rašin, Die Finanz- und Wirtschaftspolitik der Tschechoslowakei 1923. S. 45.

schaft statt, mit einer entsprechenden Aenderung der allgemeinen Preisgestaltung sowie einzelner Preisrelationen. In diese Zeit fiel auch die Abstempelung vom 25. Februar 1919, die den Banknotenumlauf um ca. 30 % verminderte. Auch der strengste Quantitätstheoretiker könnte unter diesen Umständen keinen unmittelbaren Einfluß auf die Preisgestaltung erwarten; wenn man noch berücksichtigt, daß der bargeldlose Zahlungsverkehr während des Krieges sehr klein war und nun wieder allmählich eine größere Verbreitung genoß, so ist es klar, daß die Abstempelung keine unmittelbare preisreduzierende Wirkung auszuüben vermochte. Die Woche der Abstempelung zeichnete sich durch eine große Nachfrage nach Waren aus, weil die Besitzer von Geld in die Ware flüchteten, um möglichst die Abgabe von 50 % zu vermeiden und diese Nachfrage schraubte die Preise zeitweilig empor. Allmählich glätteten sich die Wogen, die künstlich heraufgeschraubten Preise senkten sich, und es begann, entsprechend der Durchdringung des Verkehrs mit der angesammelten Kaufkraft unter dem Einflusse der Liquidierung der Kriegswirtschaft eine stetige Erhöhung der Preisindices; nunmehr wirkte sich die Kriegsinflation aus. Die Maßnahmen der Kontraktion der Zahlungsmittel während der Abstempelung ist aber nicht zu unterschätzen; sie reichte nicht aus, um die Kriegsinflation zu liquidieren, schwächte sie aber zweifellos ab. Die zurückbehaltenen Zahlungsmittel wurden zwar bald wieder emitiert, ihre Ausgabe entsprach aber einem gewissen volkswirtschaftlichen Bedürfnis. Der Uebergang von der gebundenen zur freien Wirtschaft, die Wiederaufbautätigkeit und das Steigen der Preise riefen einen außerordentlichen Geldbedarf hervor, dem das Bankamt entgegenkommen mußte. Das Bankamt hatte das Recht, Staatsnoten nur auf Grund einer bankmäßigen Deckung zu emittieren; als solche versteht man den Wechselescompte und den Lombard von Wertpapieren. Diese beiden Arten der Deckung unterscheiden sich im währungspolitischen Sinne sehr stark. Eine Erhöhung des Notenumlaufs auf Grund des Wechselescomptes entspricht einer Erhöhung der Geschäfts- und Umsatztätigkeit der Volkswirtschaft und ist vorübergehender Natur. Die Lombardkreditgewährung steht dagegen mit allen Grundsätzen einer gesunden Notendeckung im Widerspruch und wirkt, wenn auch zeitweise, infla-

tionistisch. Hier zeigt sich ein gewisser Widerspruch in der Währungspolitik der Tschechoslowakei, die bei der Abstempelung eine Kontraktion vornimmt, um sie schnell durch Lombardkreditgewährung wieder wettzumachen. Dazu wurde sie aber durch die Macht der Verhältnisse gezwungen; diese Lombardkreditgewährungen hingen, wie schon erwähnt, mit dem außerordentlichen Geldbedarf der Wirtschaft zusammen. Wenn Amonn[1] glaubt behaupten zu können, daß diese Geldknappheit ein Ergebnis der Abstempelungsrestriktion war, so stimmen wir mit ihm darüber nicht überein. Die restringierten Banknoten repräsentierten eine Kaufkraft, die im Preisbildungsprozeß noch nicht aktiv mitgewirkt hat; mit der Einführung der freien Wirtschaft hätten sie ihre preissteigernde Wirkung nicht verfehlt. Der Geldbedarf der Einzelwirtschaften während der Wiederaufbautätigkeit ist aber in seiner nominellen Höhe von der Preisgestaltung abhängig. Es ist der Fluch jeder Inflation, daß sie nicht sofort mit dem Verschwinden ihrer Beweggründe abgestoppt werden kann; sie kann es ganz und gar nicht, wenn die durch die Abstoppung hervorgerufenen Erschütterungen und Stagnation von der Volkswirtschaft in diesem Augenblicke sehr schwer tragbar sind — wie es dann der Fall ist, wenn der Uebergang von einer gebundenen Kriegswirtschaft zu einer freien sich vollziehen und eine gewisse Sättigung des Bedarfs der lange entbehrenden Massen unbedingt stattfinden muß.

Die Lombardkredite hatten eine gewisse inflationistische Wirkung, obwohl man sie nicht überschätzen darf. Eine Uebersicht über die Gestaltung des Lombardkredites zeigt, daß er in den Zeiten eines stärkeren Zahlungsmittelbedarfes (im Herbst und zum Jahresschluß) anschwellt, was darauf hinweist, daß in ihm noch Beträge vorhanden sind, welche tatsächlich mit Veränderungen im Geschäftsverkehr bezw. Zahlungsverkehr im Zusammenhang stehen dürfen und somit von einer wirklichen Inflation nicht die Rede sein kann. Außerdem schaffen diese Kreditgewährungen keine definitive Kaufkraft, sie kehren in die Bank zurück, die ihrerseits in der Diskontpolitik ein wirksames Mittel besitzt, ihre Höhe zu regulieren. Amonn unterscheidet in den tschechoslowakischen Zahlungsmitteln vier Gruppen von Staatsnoten:

---

[1] A. Amonn, Währungsreform in der Tschechoslowakei 1924.

a) die Staatsnoten, die von der österr.-ungarischen Bank übernommen worden sind und die nach der Abstempelung in Verkehr gesetzt wurden. b) Zahlungsmittel, die auf Grund des Wechseldiskontes emittiert worden sind die einzige elastische Zahlungsmittelmenge der Tschechoslowakei. c) Zahlungsmittel, die auf Grund des Lombardkredites emittiert worden sind und d) Zahlungsmittel, die auf Grund von Edelmetall- und Devisenkäufen in den Verkehr gekommen sind.

Die Ausweise des tschechoslowakischen Bankamtes zeigen, daß die unelastische Zahlungsmittelmenge also alle Zahlungsmittel (nur die auf Grund des Wechseldiskontes emittierten ausgenommen) bis zum Jahre 1923 keinen großen Veränderungen unterworfen wurde. Eine ausgesprochene Restriktionspolitik seitens des Bankamtes ist nicht zu bemerken, aber der deflationistische Stoß, der durch die Zurückbehaltung während der Abstempelung versetzt wurde, verfehlte seine Wirkung nicht. Er führte zwar zu keiner sofortigen Kontraktion, aber die Zahlungsmittel, die an Stelle der zurückbehaltenen Noten emittiert worden sind, hatten keinen endgültigen inflationistischen Charakter. Zur Deckung von Staatsausgaben wurde das Bankamt, dem Gesetz zufolge, im wesentlichen Maße nicht in Anspruch genommen, obwohl die Staatsfinanzen in den ersten Jahren nicht in Ordnung waren. Die Defizite der jährlichen Etats sind gar nicht klein und schwanken zwischen 4 bis 5 Milliarden Kronen. Sie wurden aber fast ausschließlich durch Anleihen gedeckt. Der Wunsch, das Bankamt für diese Zwecke nicht in Anspruch zu nehmen, konnte unter diesen Umständen schwerlich erfüllt werden und in der Tat wurde im Jahre 1920 das Bankamt auf Umwege im gewissen Sinne zur Deckung der Staatsfinanzen hinzugezogen. (Verwandlung von Kontokorrentanleihen im Jahre 1919 in Kassenbonds und ihre Eskomptierung bei dem Bankamt und die Vorschüsse auf die Mehlbewirtschaftung[5]). Im großen und ganzen ist es aber unzweifelhaft, daß die Finanzverwaltung das Bankamt nicht dazu mißbraucht hat, Staatsausgaben auf dem Wege der Geldschöpfung zu decken, so daß die unelastische Zahlungsmittelmenge, die nach der Abstempelung emittiert worden ist, keine dauernde inflationistische

5. Kloth, Tschechoslowakische Währungspolitik 1924.

Wirkung haben konnte. Das Bankamt konnte seine durch die Abstempelung eingeleitete, restriktionistische Politik nicht fortsetzen unter dem Drucke der volkswirtschaftlichen Verhältnisse, die ihrerseits auf Geldwertänderungen sich einzustellen hatten, die unter dem Einfluss anormaler Wechselkursbildungen ziemlich willkürlichen Schwankungen unterworfen waren. Diese Gestaltung des Außenwertes der Tscheschenkrone ist für das Verständnis der währungspolitischen Situation der Tschechoslowakei von größter Wichtigkeit.

III. Das Sinken des Geldwertes unter dem Einfluß der Auswirkungen der Kriegsinflation, sowie die mit dem Wiederaufbau zusammenhängende passive Handelsbillanz riefen natürlicherweise einen Sturz der tschechoslowakischen Krone auf den Auslandsmärkten hervor, der im Jahre 1919 große Dimensionen angenommen hat. In der ersten Hälfte des Jahres 1919 notierte die Kč. in der Schweiz über 30 Centimes. Zum Schluß desselben Jahres aber nur 10 und darunter. In dieser Hinsicht teilte die neue tschechoslowakische Währung in der ersten Zeit vollkommen das Schicksal der österr.-ungarischen Krone, was psychologisch verständlich ist, weil das Ausland in der ersten Zeit noch nicht Nachfolgestaaten der österr.-ungarischen Monarchie in geldpolitischer Hinsicht zu unterscheiden gewillt war, was aber auch objektiv gerechtfertigt war. Beide Währungen erlitten zur selben Zeit starke Einbuße an ihrem Tauschwert unter dem Einfluß der sich nunmehr auswirkenden Kriegsinflation, und die Handelsbilanz hatte in allen Nachfolgestaaten, darunter auch in der Tschechoslowakei, einen ausgesprochenen passiven Charakter. In der ersten Hälfte des Jahres 1920 weist die tschechoslowakische Krone eine gewisse Erholung auf, was mit der Konsolidierung der politischen und wirtschaftlichen Verhältnisse des jungen Staates zusammenhängt, um in den nächsten 18 Monaten einer Wechselkursbildung unterworfen zu sein, die mit derjenigen der deutschen Reichsmark eine frappante Aehnlichkeit aufweist und im engsten Zusammenhange steht. Dies hängt hauptsächlich damit zusammen, daß die deutsche Wirtschaft und die deutsche Reichsmark bei weitem vorherrschend waren im mitteleuropäischen Wirtschaftsgetriebe. Der ungarische Staatssekretär Dr. Hantas sagt,[6]

6. Berichte aus den neuen Staaten. 25. VII. 22

daß „die deutsche Reichsmark noch immer die führende Währung Mitteleuropas ist. Sie ist auf allen Devisenmärkten gesucht und auf den Börsen der Nachfolgestaaten der marktgängigste Artikel. Die führende Rolle der Reichsmark kommt darin zum Ausdruck, daß seit dem Kriegsschluß die Devisen der neugeschaffenen und neu vergrößerten Staaten sich parallel mit der deutschen Devise bewegen. Ihr Stand ist das Spiegelbild der europäischen Wirtschaftslage, der Ausdruck von Hoffnungen, Zweifel, und Befürchtungen". Die Lage im Jahre 1920/21 entspricht diesen Ausführungen voll und ganz. Wirtschaftlich erholte sich Deutschland nach dem Kriege recht schnell. Sein Wiederaufbau vollzog sich im raschesten Tempo und, obwohl seine politische Lage ungünstig war, so war wenigstens die Tatsache seiner dauerhaften Existenz als Großstaat über jeden Zweifel erhaben, was von den Nachfolgestaaten nicht ohne weiteres behauptet werden konnte. Dies alles hat nicht nur den notwendigen psychologischen Hintergrund geschaffen, auf dem die Verkettung der Kč. mit der Mark sich vollzog, sondern löste auch reelle wirtschaftliche Momente aus, die diese Verkettung eigentlich konstituierten. Der bei weitem größere Teil des tschechoslowakischen Außenhandels ging nach oder aus Deutschland und wurde in Reichsmark fakturiert. Berlin war der wichtigste Ort für die tschechoslowakische Devise, hier erhielt sie ihre Kursgestaltung.

Dies alles schuf eine Verbindung zwischen der Mark und der Kč. und mit dem allmählichen Sinken der Reichsmark sank auch die tschechoslowakische Krone. Die günstige Gestaltung der tschechischen Handelsbilanz vermag diese Bewegung nicht zu verschieben, weil die Bevölkerung aus Mangel an Vertrauen in die eigene Währung die ausländischen Zahlungsmittel zurückhielt. Die tschechoslowakische Regierung ist dem zwar energisch durch eine Devisenabgabeverpflichtung entgegengetreten, es ist aber anzunehmen, daß diese Reihe administrativer Maßnahmen nicht den vollen Erfolg haben konnten und auch nicht hatten. Entsprechend der Gestaltung der intervalutarischen Kurse sank auch der Binnenwert der Krone, so daß die Wirtschaft eine Zahlungsmittelvermehrung benötigte, und diesem Bedürfnis der Wirtschaft kam das Bankamt durch Wechseleskompt und hauptsächlich durch Lom-

bardkreditgewährungen entgegen. Zu dieser Zeit, Ende 1920, zeigt das Bankamt alle Zeichen größter Anspannung. Der Wechseldiskont und der Lombard erreichten die höchsten Ziffern von 2015 bezw. 2323 Mill. Kč. Außerdem emittierte das Bankamt 859 Mill. Kronen zum Zwecke von Edelmetall- und Devisenankauf, um ein Mittel in die Hände zu bekommen, auf die Wechselkurse einzuwirken. Diese Notenausgabe hat die Gestaltung der Wechselkursbildung nicht verschoben, weil die Zahlungsbilanz im großen ganzen sich aktiv gestaltete.

Man sieht, die Vermehrung der zirkulierenden Zahlungsmittelmenge, die nur teilweise einen inflationistischen Charakter trug, wurde hauptsächlich durch die Gestaltung des Außenwertes der Krone hervorgerufen. Mit der politischen und wirtschaftlichen Konsolidierung des jungen Staates, der starken Aktivierung seiner Handelsbilanz und der Hinzuziehung von ausländischem Kapital im Zusammenhang mit der antiinflationistischen Einstellung der Geldpolitik wurde der psychologische Bann zerstört, der den Außenwert der Krone beeinflußte. Dies wurde durch folgende Tatsachen gefördert: a) durch die immer größer werdende Möglichkeit einer Intervention seitens des Bankamtes dank der Erhöhung seines Bestandes an Edelmetall und Auslandsdevisen; b) durch den plötzlichen heftigen Sturz der deutschen Reichsmark, infolge Reparationszahlungen und verschlechterter politischer Situation. In den Sommermonaten des Jahres 1920 läßt sich die Krone von ihrem nördlichen Nachbarn endgültig los, um im nächsten Jahre eine glorreiche, aber dornenvolle Periode des Steigens durchzumachen.

Der unmittelbare Anlaß des Steigens der Kč. war, nach Amonn, eine Interventionstätigkeit des Bankamtes, aber er unterstreicht mit Recht, daß dieses Steigen „in der wirtschaftlichen, finanziellen und währungspolitischen Lage begründet war.“ Obwohl der Staatshaushalt nicht ausgeglichen war, wurden die in der Zeit immer kleiner werdenden Defizite auf dem Wege der Anleiheaufnahme gedeckt. Staatsnoten wurden zu diesem Zwecke in nennenswertem Maße nicht emittiert. Die Wirtschaft hatte bereits die schwere Zeit des Wiederaufbaues hinter sich, und die tschechische Industrie (fast drei Fünftel der gesamten österr.-ungarischen Industrie), obwohl sie mit gewissen Schwierigkeiten zu kämpfen

hatte, war voll beschäftigt und erfreute sich einer günstigen Konjunktur. Der Außenhandel war stark aktiv. Dies alles bewirkte das „nur eine verhältnismäßig geringfügige Interventionstätigkeit des Bankamtes erforderlich war, um eine Bewegung auszulösen, die in der Natur der wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Lage war.“[7]

Der Kurs der tschechischen Krone in Zürich verzeichnete seine niedrigste Notierung in den ersten Monaten des Jahres 1921 und zwar 5,50 Schweizer Franken für 100 Kč. Im Dezember kam der Umschwung und seitdem steigt die Krone im Laufe des Jahres 1922 unter kleinen Schwankungen fast unaufhörlich und erreicht im August die Höhe von 18 Centimes. Die Interventionstätigkeit des Bankamtes zu Beginn dieser Wechselkursbewegung kostete es einen großen Teil seines Devisenvorrates, der aber bereits in ganz kurzer Zeit wieder ansehnlich gewachsen ist. Diese Möglichkeit, bei sinkenden Wechselkursen den Devisenvorrat zu vermehren, ohne dabei die steigenden Tendenzen der Wechselkursbildung zu unterbinden, war durch die Tatsache gegeben, daß größere Devisenvorräte, die sich in privaten Händen befanden, mit der Besserung der Kč. auf den Markt gebracht worden sind. Das sprunghafte Steigen der Krone in dem letzten Viertel des Jahres 1922 wurde von Seiten der Spekulation veranlaßt. Man muß berücksichtigen, daß die tschechoslowakische Kronenwährung die einzige Währung in Mitteleuropa war, die nicht andauernd von einer Inflation unterwühlt wurde, so daß in der tschechoslowakischen Zahlungsbilanz ein neuer Aktivposten bestand — die Nachfrage derjenigen nach Kč., die das eigene sich täglich entwertende Geld in einer stabilen oder zukunftsreichen Währung anlegen wollten.

Das Bankamt hatte die Möglichkeit, seinen Devisenvorrat, nachdem er sich verminderte, als Folge seiner Interventionen, die notwendig waren, um den von der Spekulation hin- und hergetriebenen Wechselkursbildungen eine gewisse Stabilität zu verleihen, in kurzer Zeit wieder zu erhöhen. Die auf Grund der Deviseneinkäufe emittierte Zahlungsmittelmenge zeigt deswegen, und zwar unter großen Schwankungen, eine aufsteigende Linie. Die

7. A. Amonn, Währungsreform in der Tschechoslovakei 1924.

Gesamtmenge der emittierten Zahlungsmittel weist dagegen seit Dezember 1921 eine fortgesetzte, wenn auch nicht sehr große Verminderung auf.

Das Charakteristische dieser Gestaltung des Zahlungsmittelumlaufes ist die Tatsache, daß sie eine notwendige Folge der Wechselkursbildung war. Sie ist kein Ergebnis einer bewußt-restriktionistischen Bankpolitik, wenn man nicht als solche die Interventionstätigkeit des Bankamtes bezeichnen will, die das Steigen der Krone teilweise förderte und begünstigte. Das Steigen des Wechselkurses ruft automatisch eine Verbilligung einer Reihe von Waren hervor, die ihrerseits die allgemeine Preisgestaltung in derselben Richtung beeinflussen. Entsprechend dieser Erscheinung zeigt der tschechoslowakische Preisindex (nach Prof. Mildschuh) im Jahre 1922 eine Verminderung um ca. 40 %. Das Land erlebte in diesem Jahre eine ausgesprochene Deflationskrise, deren unmittelbare Ursache in der Trägheit der Preis- und Lohngestaltung, sowie in der Abschnürung des Außenhandels zu suchen ist. Die Wechseldiskontierung bei dem Bankamt, die im unmittelbaren Zusammenhang mit dem Geschäftsverkehr der Volkswirtschaft steht, mußte stark abnehmen. In der Tat zeigt der Wechseleskompt vom Dezember 1921 bis Oktober 1922 eine Verminderung von 1893 Mill auf 288 Mill. Kč.

Die Lombardkreditierung, die einem außerordentlichen Bedarfe der Volkswirtschaft dient, weist nicht diese rapide Verminderung auf. Ihre preissteigernde Tendenz äußert sich in diesem Augenblicke darin, daß sie dem Handel und der Industrie die Möglichkeit gibt, auszuharren, ohne die Preise zu reduzieren. Mit der Vertiefung und der allmählichen Ueberwindung der Krise zeigt sich nunmehr das gesunde Anwachsen des Wechselescomptes und das gleichzeitige Sinken des Lombardkredites, der verhältnismäßig teuer war. Die Zahlungsmittelmenge hat, außer der Verminderung auf Grund des Sinkens des Lombardkredites, noch eine Verminderung auf Grund der Vermögensabgabe erfahren. In der ersten Zeit wurde die Vermögensabgabe mit den zurückgehaltenen Noten und gesperrten Girokonten geleistet. Nachdem diese Mittel aber erschöpft waren, erhielt das Bankamt disponible Zahlungsmittel, die es ungedeckt nicht mehr in den Verkehr

setzte. Bis Oktober 1923 erhielt das Bankamt auf diese Weise ca. 1600 Mill. Kronen. Dagegen wurden Zahlungsmittel zwecks Ankauf von Edelmetall und Valuten emittiert, deren Höhe von der jeweiligen Devisenpolitik des Bankamtes abhängig war. Auf diese Weise hat die unelastische Zahlungsmittelmenge eine starke Verbesserung ihrer Deckung erfahren. Die Emissionen von Banknoten zwecks Edelmetall und Valutaeinkauf war gesetzmäßig nicht geregelt, die Politik des Bankamtes in dieser Hinsicht wurde von der jeweiligen Lage bestimmt. Man muß berücksichtigen, daß der Außenwert der tschechoslowakischen Krone, als die Währungseinheit eines jüngeren Staates unter den politischen und wirtschaftlichen Verhältnissen Mitteleuropas ihre Gestaltung fast unabhängig von ihrem Binnenwert erhielt. Die inländische Kaufkraft der Kč. in den Jahren 1921 1923 folgte dem intervalutarischen Kurse und nicht umgekehrt. Unter diesen Bedingungen war die Emission der Noten zwecks Ankauf von Devisen ein vorzügliches Ausgleichsmittel. Ein Sinken des Außenwertes der Krone, welche weder der Kaufkraftparität noch der Zahlungsbilanz entsprach, gab dem Bankamt die Möglichkeit, Devisen einzukaufen, und auf diesem Wege die Zahlungsmittelmenge um einiges zu erhöhen, so daß der Ausgleich des Außen- und Binnenwertes der Kč. leichter vor sich ging. Diese Emissionsmöglichkeit war natürlich eng begrenzt; sie durfte die Entwertungstendenz der Kč. auf den Devisenmärkten auf keinen Fall fördern. Dem Bankamt ist es gelungen, auf diese Weise bis zum Jahre 1922 ein Edelmetall- und Devisenfonds von über einer Milliarde Kč. zu sammeln. Mit dem Steigen der Kč. seit dem Jahre 1922 ändert sich das Bild. In der ersten Zeit hatte das Bankamt die Möglichkeit, einen Teil der nunmehr auf dem Markt erschienenen inländischen Devisenvorräte an sich zu ziehen (um hiermit katastrophale Steigerungstendenzen der Kč. zu verhindern), später aber, nachdem die inländische Kaufkraft der Kč. hinter ihrem Außenwerte zurückblieb und hiermit Kräfte ausgelöst worden waren, die durch die Passivität der Zahlungsbilanz ein erneutes Sinken des intervalutarischen Kurses hervorzurufen drohten, intervenierte das Bankamt durch Abgabe von Devisen und verminderte hiermit die zirkulierende Geldmenge, was der Erhöhung des Binnenwertes der Kč. förderlich war. Auf diese Weise zeigt die Gestaltung

der Zahlungsmittelmenge in der Tschechoslowakei in den Jahren 1920 bis 1924 folgendes Bild:

a) Entsprechend dem Plane des Finanzministers Ra in weist der Teil der Zahlungsmittel, für die keine bankmäßige Deckung vorhanden ist, keine Vermehrung auf. Umgekehrt führt die Vermögensabgabe zu einer Verminderung der ungedeckten Staatsnotenmenge. Hier wirken die restriktionistischen Kräfte der tschechoslowakischen Währungspolitik.

b) Die ungünstige Gestaltung des Außenwertes der Kč. ruft in der Wirtschaft eine große Nachfrage nach Zahlungsmitteln hervor, der das Bankamt durch Wechseleskomptierung und Lombardkredit großzügig entgegenkommt. Die auf Grund dieser Kredite emittierten Zahlungsmittel, wirken aber nicht endgültig inflationistisch und weisen mit dem Steigen des Außenwertes der Kč. eine entsprechende Verminderung auf.

c) Die Notwendigkeit, den intervalutarischen Kurs zu beeinflussen, zwingt das Bankamt, eine Devisenpolitik zu betreiben, die eine entsprechende Wiederspiegelung in der Menge der zirkulierenden Zahlungsmittel findet und zu einer Verminderung der Spannung zwischen dem Binnen- und Außenwert der Kč beiträgt.

Im Februar 1919 betrug der Umlauf in der Tschechoslowakei ca. $9^1/_2$ Milliarden Kronen. Fast dieselbe, nur um Einiges verminderte Summe zeigt dieser Umlauf im Februar 1924. Aber ca. 700 Mill. Kronen dieses Umlaufes entfallen auf den Wechseleskompt, und der Devisenbestand zeigt eine Höhe von 1760 Mill Kronen, so daß der ungedeckte Notenumlauf (wenn man dazu noch auf Grund des Lombardkredites emittierten Zahlungsmittel hinzufügen will) sich auf einen Betrag herabmindert, der dem restringierten Betrag an Zahlungsmitteln nach der kontraktionistischen Abstempelung entspricht. Die spontan-deflationistischen Tendenzen und deflationistische Richtung der tschechoslowakischen Währungspolitik hatten sich durchgesetzt, nachdem sie die beiden Haupthindernisse überwunden hatten: Die Auswirkung der Kriegsinflation und die aus allgemeinen wirtschaftspolitischen Gründen hervorgerufene ungünstige Gestaltung des intervalutarischen Kurses der Kč.

Dieser Erfolg war ein Ergebnis der hartnäckigen Vermeidung einer fortgesetzten wahren Inflation: einer Deckung der Staatsausgaben auf dem Wege der Neuemittierung von Zahlungsmitteln.

Tabelle 1

Der englische Staatshaushalt. In Mill. Pf. Ster.

Jahr	Einnahmen	Ausgaben
1913/14	198,2	197,4
1914/15	226,6	563,4
1915/16	336,7	1 558,9
1916/17	573,4	2 198,1
1917/18	707,2	2 697,2
1918/19	889,0	2 579,3
1919/20	1 339,6	1 665,8
1920/21	1 425,9	1 195,4
1921/22	1 124,8	1 072,1
1922/23	914,0	812,5
1923/24	837,2	788,8

Tabelle 2.

Die Menge der zirkulierenden Noten.

Ende	Banknoten	Currency-Noten (Gesamtmenge)	darunter nicht gedeckt mit Gold od. Bankn.	
1914	43,6	38,4	19,9	
1915	47,8	103,1	72,6	
1916	55,1	150,1	121,6	Die Höchstgrenze des
1917	64,9	212,7	184,2	erlaubten ungedeckten
1918	95,4	323,2	295,7	Currencynotenbetrages
1919	119,3	356,1	323,5	
1920	162,2	367,6	319,6	320,6
1921	151,2	325,5	277,6	317,5
1922	144,0	301,3	253,4	309,9
1923	145,9	299,0	249,6	270,1
1924	146,5	296,6	246,2	248,1

Tabelle 3.

Die britischen In- und Auslandsschulden, In Mill. Pf. Ster.

	1914	1919	1920	1921	1922	1923	1924
	711	7 482	7 876	7 623	7 721	7 730	7 719
darunter							
Auslandsschuld	1 292	1 232	1 132	1 087	1 070	1 070	
Schwebende Schuld							
Treasury Bills	957	1 107	1 120	882	616	588	
Ways and Means Advances	210	205	154	147	194	186	
Advances der Bank of England	445	—	—	—	—		
Die gesamte schwebende Schuld	1 412	1 312	1 275	1 029	810	774	

Tabelle 4.

Die Gestaltung des Wechselkurses (Kurse des Pfundes gegen Dollar), des Marktdiskonts und der Preise.

Jahr	Wechselkurs (Durchschn.)	Marktdiskont (Durchschn.)	(Monatsdurchschn. nach Boad of Trade). Preisindex
1919	4,50	3,96	220
1920	3,98	6,42	307
1921	3,72	5,35	197
1922	4,41	2,65	158
1923	4,58	2,72	159
1924	4,37	3,46	163

Tabelle 5.

I. Zahlungsmittelversorgung und die Kreditgeschäftstätigkeit des tschechoslowakischen Bankamtes.

Jahr	Noten	Wechselescompt	Wertp. Escompt	Lombard
Ende Dez. 1919	4 723	79	—	432
Ende Dez. 1920	11 289	2 015	—	2 323
Ende Feb. 1921	10 915	1 672	—	2 096
Ende Feb. 1922	10 744	1 041	336	1 479
Ende Feb. 1923	8 948	471	180	1 265
Ende Feb. 1924	8 506	679	76	769

II. Auslandsguthaben und Barschatz des tschechoslowakischen Bankamtes.

Ende Dez. 1920	858
Ende Feb. 1921	758
Ende Feb. 1922	983
Ende Feb. 1923	1 282
Ende Feb. 1924	1 876

III. Die Zinssätze des Bankamtes

12. 5. 1919	5 %	Für Lombard
11. 5. 1920	6 %	2—$2^1/_2$ % höher
16. 8. 1921	$5^1/_2$ %	
27. 4. 1922	5 %	
20. 12. 1922	7 %	
15. 1. 1923	5 %	
28. 4 1923	$4^1/_2$ %	

Tabelle 6.

Der Kurs der tschechoslowakischen Krone in Zürich.

Ende Januar	1920	9
Ende Mai	1920	12
Ende Dezember	1920	7,40
Ende Januar	1921	8,65
Ende März	1921	7,6
Ende Mai	1921	8,35
Ende Oktober	1921	5,5
Ende Dezember	1921	7,45
Ende Januar	1922	9,9
Ende März	1922	9,1
Ende Mai	1922	10,1
Ende Juli	1922	12,15
Ende August	1922	13,75
Ende September	1922	16,5
Ende Januar	1923	16,45
Ende März	1923	16,10
Ende Mai	1923	16,55
Ende September	1923	16,8
Ende Februar	1924	16,76
Ende Juni	1924	16,6

Tabelle 7.

Der Großhandelsindex in der Tschechoslowakai. 1913 = 100

Nach Prof. Mildschuh

Dezember	1920	1542
Januar	1921	1458
März	1921	1317
Juli	1921	1270
September	1921	1673
Dezember	1921	1674

Offiziell

Juni	1922	1520
März	1922	1491
Juni	1922	1464
September	1922	1059
Dezember	1922	1008
Januar	1923	1019
März	1923	1031
Juni	1923	968
September	1923	973
Dezember	1923	990
Januar	1924	999
März	1924	1 008
Juni	1924	953

Lebenslauf.

Ich, Ephraim Berkmann, bin am 25. April 1900 in Pilwischki (Litauen, früher Rußland) als Sohn des Kaufmanns Kalman Berkmann und seiner Ehefrau Malka geb. Kalwariski geboren. Bis zum Jahre 1914 wohnte ich in Kowno und übersiedelte mit dem Beginn des Krieges nach Witebsk, wo ich im Jahre 1916 das Maturitätszeugnis erlangt habe. Im Jahre 1916 wurde ich an der juristischen Fakultät der II. Petersburger Universität imatrikuliert. Ich mußte das Studium im Jahre 1918 wegen der Revolutionswirren unterbrechen und begab mich nach Deutschland, um das Studium fortsetzen zu können. Ich wurde am 3. Mai 1920 an der philosophischen Fakultät der Berliner Universität immatrikuliert zwecks Studiums der Nationalökonomie. Ich habe mich u. a. hauptsächlich mit den Problemen des Geldwesens beschäftigt.

Besonderen Dank schulde ich Herrn Professor v. Bortkiewicz und Herrn Professor Herkner, an deren Seminaren ich mehrere Semester teilnahm.